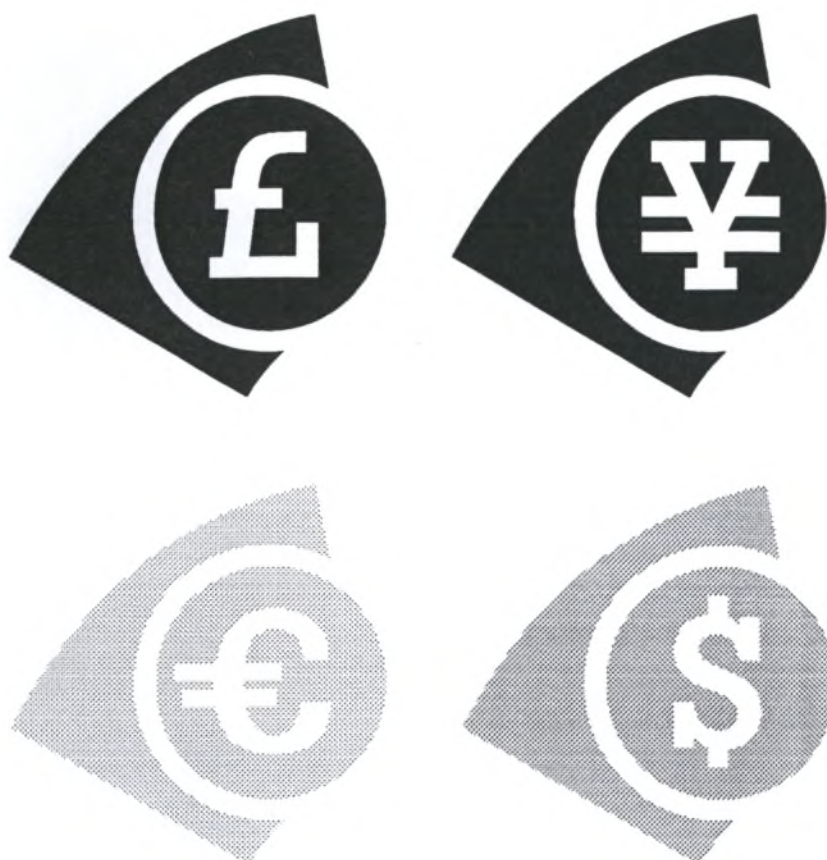


**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ :**

**ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ : ΤΙ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΕΙ Η ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ  
ΤΙ ΜΑΣ ΔΙΔΑΣΚΕΙ Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ.**



**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ : ΝΑΚΟΥΛΑ ΣΟΦΙΑ**  
**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Π. ΛΙΑΡΓΚΟΒΑΣ**

**ΒΟΛΟΣ 3 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2003**



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**  
**ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ & ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ**  
**ΕΙΔΙΚΗ ΣΥΛΛΟΓΗ «ΓΚΡΙΖΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ»**

Αριθ. Εισ.: 2606/1  
Ημερ. Εισ.: 14-01-2004  
Δωρεά: \_\_\_\_\_  
Ταξιθετικός Κωδικός: ΠΤ ΟΕ  
2003  
ΝΑΚ



*Αφιερωμένο στη μητέρα μου*

## ΑΡΤΙΚΟΛΕΞΑ

ΕΝΜ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ
ΕΝΣ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ
ΜΣΙ	ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ
ΕΕ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΕΚ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ
ΕΝΕ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΟΝΕ	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ
ΟΟΣΑ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΑΕΠ	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b><u>ΣΕΛ</u> 4</b>
----------------------	-------------------------

### **ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ : ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ - ΤΙ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΕΙ Η ΘΕΩΡΙΑ**

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι :**

##### **ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ**

##### **ΑΡΙΣΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ**

<b>1.1 ΓΕΝΙΚΑ.....</b>	<b>7</b>
<b>1.2 ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΤΟΥ BRETON WOODS ΚΑΙ ΟΙ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ.....</b>	<b>8</b>
<b>1.3 ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΡΙΣΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ, ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΤΑ ΚΟΣΤΗ ΜΙΑΣ ΠΕΡΙΟΧΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ.ΚΑΜΠΥΛΗ GG ΚΑΙ ΚΑΜΠΥΛΗ LL.....</b>	<b>10</b>
<b>1.4 ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ.....</b>	<b>14</b>

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ :**

##### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΕΠΙΘΕΣΕΙΣ**

<b>2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΩΤΗΣ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΓΕΝΙΑΣ.....</b>	<b>17</b>
--	-----------

2.2 ΤΟ ΒΑΣΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΤΗΣ ΠΡΩΤΗΣ ΓΕΝΙΑΣ.....	18
2.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΩΝ ΕΠΙΘΕΣΕΩΝ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΓΕΝΙΑΣ .....	23

## **ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ II :**

ΦΟΡΟΣ ΤΟΒΙΝ : ΜΙΑ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑΣ.....	26
---	----

## **ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ : ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ – ΤΙ ΜΑΣ ΔΙΔΑΣΚΕΙ Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ III :**

#### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

3.1 1973, 1979 : Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΣΟΚ.....	29
3.2 Η ΔΙΕΘΝΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2000.....	31
3.3 Η ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΑΣΙΑΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1997-1998 ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΣΕ ΟΛΟ ΤΟΝ ΚΟΣΜΟ.....	32
3.4 ΑΝΑΤΑΡΑΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ ΑΥΤΗΣ.....	34

### **ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΙΙΙ :**

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ.....	38
--	----

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV:**

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	41
-------------------	----

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	48
-------------------	----

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από τη στιγμή που διεθνοποιήθηκαν οι κεφαλαιαγορές, τα κράτη είδαν να αχρηστεύονται μέσα στα χέρια τους τα εργαλεία ελέγχου της οικονομίας που η άμεση μεταπολεμική περίοδος είχε καθιερώσει. Τα εργαλεία αυτά ήταν οι δαπάνες του προϋπολογισμού και οι παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Και τα δυο αυτά εργαλεία για να λειτουργήσουν προϋποθέτουν σχετική νομισματική σταθερότητα που μέχρι το 1970 την εγγυόταν η πρόσδεση των νομισμάτων σε ένα σταθερό δολάριο. Από το 1973 (κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods) και έπειτα οι νομισματικές κρίσεις απασχολούν όχι μόνο τον Ευρωπαϊκό χώρο αλλά και άλλες χώρες όπως είναι η Ασία και η Λατινική Αμερική.

Η παρούσα πτυχιακή εργασία χωρίζεται σε δυο μέρη και έχει ως στόχο, την αναφορά και ανάλυση των νομισματικών κρίσεων. Ιδιαίτερα αναφέρεται σε θεωρίες που συνδέονται με τις νομισματικές κρίσεις και στις εμπειρίες των χωρών που αντιμετώπισαν τις κρίσεις αυτές.

Το πρώτο μέρος και συγκεκριμένα το πρώτο κεφάλαιο, παρουσιάζει διάφορες τοποθετήσεις σχετικά με την έννοια της νομισματικής κρίσης, την σημασία της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας στην οικονομία, κάνοντας αναφορά στο σύστημα σταθερών συναλλαγών του Bretton Woods. Επίσης, αναλύεται η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών καθώς και οι κερδοσκοπικές επιθέσεις που δέχτηκαν οι ισοτιμίες του ΕΝΣ.

Το δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται στα Υποδείγματα της πρώτης και δεύτερης γενιάς, τα οποία ερμηνεύουν το φαινόμενο των νομισματικών κρίσεων.



Τέλος, στο προσάρτημα του κεφαλαίου αυτού γίνεται λόγος για την αντιμετώπιση της Διεθνούς Κερδοσκοπίας μέσω του φόρου Tobin.

Στο δεύτερο μέρος και συγκεκριμένα στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται και αναλύονται οι νομισματικές κρίσεις που απασχόλησαν την Διεθνή και Ελληνική αγορά καθώς και η σημασία αντιμετώπισης των κρίσεων αυτών.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα από τα προηγούμενα κεφάλαια. Γενικά, η σταθερότητα στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα είναι αναγκαία και η αποτελεσματική αντιμετώπιση της κερδοσκοπίας επείγει. Η εμπειρία κάθε χώρας από τις νομισματικές κρίσεις, τονίζει τη σημασία της ικανοποιητικής προσαρμογής των αγορών στους περιορισμούς που θέτει η συναλλαγματική ισοτιμία για την διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας.

## **ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ**

### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ - ΤΙ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΕΙ Η ΘΕΩΡΙΑ**

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

## ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΡΙΣΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ

### 1.1 Γενικά

Είναι σαφές, ότι ο πιο χαρακτηριστικός και βασικός ρόλος του χρήματος έγκειται στη λειτουργία του ως μέσου συναλλαγών, δεδομένου ότι κάθε συναλλαγή γίνεται με τη μεσολάβηση του χρήματος. Οι διεθνείς συναλλαγές γίνονται όπως και οι εσωτερικές συναλλαγές, δηλαδή αγαθά ανταλλάσσονται με χρήμα και χρήμα ανταλλάσσεται με αγαθά. Η διαφορά όμως μεταξύ των διεθνών και εσωτερικών συναλλαγών είναι ότι στις διεθνείς συναλλαγές μεσολαβεί και μια άλλη «ανταλλαγή», αυτή του ενός νομίσματος με κάποιο άλλο.

Οι όροι της ανταλλαγής ενός νομίσματος με κάποιο άλλο ονομάζονται συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οποίες καθορίζονται από τη σχέση προσφοράς και ζήτησης του κάθε νομίσματος. Υπάρχει μια ιδιομορφία στις διεθνείς συναλλαγές, που οφείλεται στο γεγονός ότι τα εθνικά νομίσματα κάποιων χωρών είναι αποδεκτά ως μέσα διεθνών συναλλαγών και από άλλες χώρες, όπως είναι κυρίως το αμερικανικό δολάριο και αλλά «ισχυρά» νομίσματα, όπως το γερμανικό μάρκο, το γαλλικό φράγκο και η βρετανική στερλίνα. Την τελευταία εικοσαετία, όλες οι χώρες που έχουν ανοικτή οικονομία<sup>1</sup> έχουν υιοθετήσει το σύστημα των ελεύθερων κυμαινόμενων ισοτιμιών, των οποίων τα νομίσματα είναι ελεύθερα μετατρέψιμα.

Ενώ, παλαιότερα στο σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, οι

---

1. Οι χώρες που έχουν ανοικτή οικονομία δεν επιβάλλουν ποσοτικούς περιορισμούς στις εισαγωγές και τις εξαγωγές. (Π. Κορλίρα :Νομισματική Θεωρία)

ισοτιμίες δεν ήταν ελεύθερα κυμαινόμενες<sup>2</sup>. Από την κατάρρευση του όμως, το 1973 μέχρι σήμερα, οι νομισματικές κρίσεις απασχολούν τις χώρες της Ευρώπης, αλλά και την Ασία καθώς και τη Λατινική Αμερική.

Διάφορες είναι οι τοποθετήσεις σχετικά με την έννοια της νομισματικής κρίσης, όπως το ότι η νομισματική κρίση είναι κρίση υπερπαραγωγής και είναι ταυτόσημη με τη χρηματιστηριακή κρίση. Επίσης, μια άλλη θεωρητική τοποθέτηση συνδέει την νομισματική κρίση με τις αποκλίσεις από τη σχετική ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων. Συνήθως όμως, όταν αναφερόμαστε σε νομισματική κρίση εννοούμε την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος. Το βέβαιο είναι ότι την κρίση την «πληρώνουν» οι λαϊκές δυνάμεις.

Όσον αφορά την θεωρία η οποία σχετίζεται με τα νομισματικά θέματα και τις νομισματικές κρίσεις, επιχειρεί να απαντήσει τρεις κύριες θεωρητικές προσεγγίσεις. Την θεωρία της βέλτιστης πολιτικής, που αναπτύχθηκε στη δεκαετία 1950, στη βάση παλαιότερων προσεγγίσεων των A. Marshall και A. Lerner και συμπληρώθηκε στη δεκαετία 1960 από το πρότυπο των J. M. Fleming και R. Mundell. Μια δεύτερη θεωρητική προσέγγιση είναι η μονεταριστική, που εστιάζεται στην προσφορά και τη ζήτηση χρήματος. Τέλος, η προσέγγιση η οποία συνδέεται με το πρότυπο ισορροπίας χαρτοφυλακίου που εστιάζεται στο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο των επενδυτών.

## **1.2 Το σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods και οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες.**

Η ισοτιμία των νομισμάτων επηρεάζει άμεσα το ισοζύγιο πληρωμών μιας

---

2. Στο παρελθόν, οι ισοτιμίες καθορίζονταν με παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών, με αποτέλεσμα μια ισχύουσα ισοτιμία να μην αντιστοιχεί σε γνήσια «ισορροπία» της αγοράς συναλλάγματος ή σε εξισορροπημένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. (Π. Κορλίρα : Νομισματική Θεωρία)

χώρας και την οικονομική σταθερότητα όχι μόνο τοπικά αλλά και παγκόσμια. Η σημαντική αυτή επίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η ανάγκη οικονομικής σταθερότητας και προβλεψιμότητας, καθιστούν αναγκαία την ύπαρξη ενός νομισματικού συστήματος. Μέσω του νομισματικού αυτού συστήματος εξασφαλίζονται οι νομισματικές συναλλαγές, διασφαλίζεται η νομισματική σταθερότητα και δεν επιτρέπεται ο αυθαίρετος καθορισμός των νομισματικών ισοτιμιών.

Στο σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods<sup>3</sup> που κατέρρευσε το 1973, κάθε χώρα μέλος είχε σταθερή ισοτιμία έναντι του αμερικανικού δολαρίου και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ όλων των άλλων νομισμάτων ήταν σταθερές. Με την κατάρρευση του, οι χώρες ήλπιζαν να απελευθερώσουν τις νομισματικές πολιτικές τους μεταβαίνοντας από τις σταθερές ισοτιμίες δολαρίου στις κυμαινόμενες ισοτιμίες.

Οι χώρες της ΕΚ, ενώ άφησαν τα νομίσματα τους να κυμαίνονται έναντι του δολαρίου, προσπάθησαν να στενέψουν τα περιθώρια μέσα στα οποία άφηναν τα νομίσματα τους να κυμαίνονται το ένα έναντι του αλλού. Αποτέλεσμα αυτού ήταν πολλά νομίσματα της ΕΚ να κυμαίνονται σύμφωνα με το αμερικανικό δολάριο και συνεπώς έπεφταν ή ανέβαιναν σε σχέση με το αμερικανικό δολάριο κατά τα ίδια περίπου ποσοστά.

Ακόμα και πριν το 1973, όπου ίσχυε το σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας του Bretton Woods αλλά και μετά, τα μέλη της ΕΚ προσπαθούσαν να συντονίσουν καλύτερα τις νομισματικές πολιτικές τους και να μειώσουν τις ήδη περιορισμένες ενδοευρωπαϊκές διακυμάνσεις που καθόριζε το σύστημα του Bretton Woods. Μέσω αυτών των ενεργειών φάνηκαν οι οικονομικές και πολιτικές δυνάμεις που βρίσκονται πίσω από την πρόσφατη αποτυχημένη προσπάθεια για την νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης.

---

3. P.Krugman-M.Obstfeld : Διεθνής Οικονομική, Θεωρία και Πολιτική (Β' τόμος)

Όσον αφορά το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, αποτελεί μια διαφορετική εκδοχή του νομισματικού συστήματος και έχει διαφορετικές επιπτώσεις από αυτές του συστήματος σταθερών ισοτιμιών. Σε μια μελέτη που καλύπτει πολλές χώρες και ιστορικές περιόδους, φαίνεται ότι οι κυμαινόμενες ισοτιμίες συστηματικά οδηγούν σε μεγαλύτερες και πιο συχνές αποκλίσεις από τη σχετική ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων.

Παράλληλα, το κεφάλαιο εκμεταλλευόμενο τις ελεύθερες αγορές συναλλάγματος αναζητεί κέρδη στο χώρο της νομισματικής κερδοσκοπίας. Επωφελούμενο από το άνοιγμα των χρηματιστηριακών συνόρων, το κεφάλαιο αρχίζει να κυνηγάει κέρδη από τη διακύμανση των τιμών των μετοχών και των νομισμάτων. Επίσης, το φαινόμενο των χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης επιτείνεται από τις χρηματιστηριακές ή νομισματικές κρίσεις που προκαλεί η ίδια η κερδοσκοπία.

Στη σημερινή κοινωνία, η παγκοσμιοποίηση και η ανάπτυξη των χρηματαγορών δημιουργούν νέα προβλήματα σταθερότητας. Η κατάσταση αυτή καθιστά επιτακτική την αναζήτηση, όχι μόνο ενός νομισματικού συστήματος αλλά και ενός παγκόσμιου θεσμικού πλαισίου, που να παρέχει ασφάλεια και σταθερότητα. Ωστόσο, οι χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ έχουν εξασφαλίσει ένα αρκετά υψηλό βαθμό σταθερότητας, που αποτελεί βασική προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη.

### **1.3 Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών. Οικονομική Ολοκλήρωση, τα οφέλη και τα κόστη μιας περιοχής συναλλαγματικών ισοτιμιών. Καμπύλη GG και καμπύλη LL.**

Μια χώρα που αποφασίζει να αλλάξει την ισοτιμία της, και να ενταχθεί σε μια περιοχή σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (όπως το ΕΝΣ), μπορεί να προστατευτεί από τις αρνητικές επιπτώσεις των διαφόρων οικονομικών



διαταραχών. Οι αρνητικές αυτές επιπτώσεις εξαρτώνται από το βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης της οικονομίας της χώρας, με τις οικονομίες των εταίρων της. Σ' αυτό το σημείο είναι όμως αναγκαίο να κατανοηθεί πρώτα η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών.

Η θεωρία αυτή, προδικάζει ότι οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι πλέον κατάλληλες για περιοχές που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης μέσω του διεθνούς εμπορίου και της κίνησης των συντελεστών παραγωγής. Βέβαια, η απόφαση μιας χώρας να ενταχθεί σε μια περιοχή σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών καθορίζεται από τη διαφορά μεταξύ οφέλους νομισματικής αποτελεσματικότητας και της απώλειας οικονομικής σταθερότητας από την ένταξη.

Ένα μεγάλο οικονομικό όφελος που απορρέει από τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι ότι το σύστημα αυτό απλοποιεί τους οικονομικούς υπολογισμούς και παρέχει μια πιο σταθερή σε σύγκριση με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, βάση για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν τις διεθνείς συναλλαγές.

Τα οφέλη επίσης της νομισματικής αποτελεσματικότητας από τον καθορισμό σταθερών ισοτιμιών μεταξύ της χώρας που έχει ενταχθεί στη περιοχή σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και των νομισμάτων της περιοχής αυτής (του ΕΝΣ), θα είναι υψηλότερα, αν οι συντελεστές παραγωγής μπορούν να μετακινούνται ελεύθερα μεταξύ της χώρας αυτής και των χωρών του ΕΝΣ. Σημαντικό επίσης όφελος, έχουν οι κάτοικοι της εντασσόμενης χώρας που επενδύουν σε νομίσματα του ΕΝΣ, όταν η απόδοση των επενδύσεων τους είναι ακριβέστερα προβλέψιμη.

Συμπεραίνουμε, ότι ο υψηλός βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ μιας χώρας και μιας περιοχής σταθερών ισοτιμιών διευρύνει τα οφέλη νομισματικής αποτελεσματικότητας που αποκομίζει η χώρα όταν κρατάει σταθερές τις ισοτιμίες του νομίσματος της έναντι των νομισμάτων της περιοχής

(καμπύλη GG).Ωστόσο η ένταξη σε μια νομισματική περιοχή συνεπάγεται όχι μόνο οφέλη αλλά και κόστη, ακόμη και όταν η περιοχή έχει χαμηλό πληθωρισμό.

Τα κόστη αυτά προκύπτουν επειδή κάθε χώρα που εντάσσεται σε μια περιοχή συναλλαγματικών ισοτιμιών, παραιτείται από τη δυνατότητα της να χρησιμοποιεί τη συναλλαγματική ισοτιμία και τη νομισματική πολιτική για να σταθεροποιεί το προϊόν και την απασχόληση.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι όταν η οικονομία διαταράσσεται από μια μεταβολή στην αγορά προϊόντος, οι κυμαινόμενες ισοτιμίες πλεονεκτούν έναντι των σταθερών ισοτιμιών. Οι κυμαινόμενες ισοτιμίες προστατεύουν αυτομάτως το προϊόν και την απασχόληση της οικονομίας, διότι επιτρέπουν την άμεση αλλαγή της σχετικής τιμής των εγχωρίων και των ξένων αγαθών. Συνεπώς, οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες δημιουργούν αστάθεια στην αγορά και στην ουσία απώλεια οικονομικής σταθερότητας.

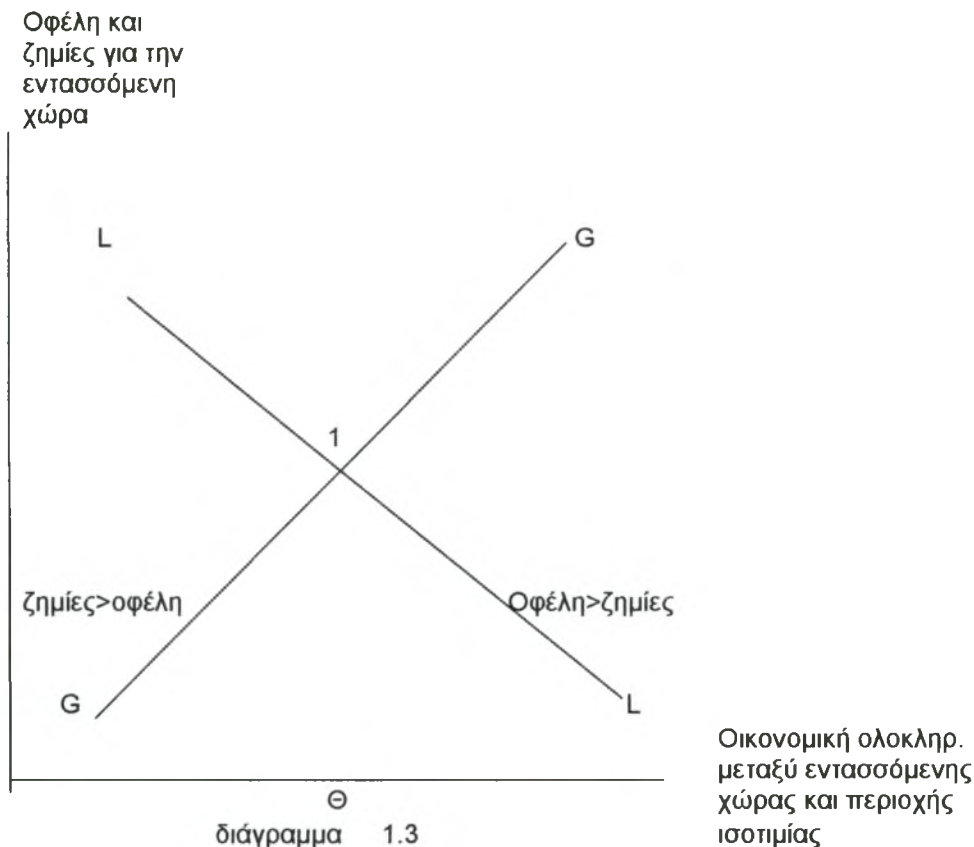
Ωστόσο, μελέτες δείχνουν ότι το μέγεθος της οικονομικής ολοκλήρωσης συνεισφέρει σημαντικά, στη μείωση των αρνητικών επιπτώσεων που έχουν οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες στην οικονομία μιας χώρας. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος αυτό μεταξύ μιας χώρας και μιας περιοχής σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, στην οποία εντάσσεται η χώρα αυτή, τόσο μειώνεται η απώλεια οικονομικής σταθερότητας που προκύπτει από διαταραχές της αγοράς (καμπύλη LL).

Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι κάθε χώρα έχει συμφέρον να ενταχθεί σε μια περιοχή σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μόνο όταν έχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο οικονομικής ολοκλήρωσης.

Από το παρακάτω διάγραμμα ( διάγραμμα 1.3 ) μπορούμε πολύ εύκολα να καταλάβουμε πότε θα πρέπει να κρατηθεί σταθερή η ισοτιμία.Μονο όταν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ των αγορών της χώρας που πρόκειται



να ενταχθεί στο ΕΝΣ και των αγορών του ΕΝΣ ισούται με  $\theta$ . Το  $\theta$ , είναι το επίπεδο ολοκλήρωσης που προσδιορίζεται από το σημείο τομής των καμπυλών GG και LL στο σημείο 1. Για επίπεδα ολοκλήρωσης κάτω από το  $\theta$ , η GG βρίσκεται κάτω από την LL, που σημαίνει ότι η απώλεια για την εντασσόμενη χώρα θα είναι μεγαλύτερη από το όφελος της νομισματικής αποτελεσματικότητας.



Άρα, προτιμότερο είναι για την χώρα να μείνει έξω από την περιοχή. Ενώ όταν ο βαθμός ολοκλήρωσης είναι  $\theta$  ή μεγαλύτερος, το όφελος νομισματικής αποτελεσματικότητας, που μετρείται από την GG, είναι μεγαλύτερο από την απώλεια σταθερότητας, που μετρείται από την LL, οπότε η ένταξη στο ΕΝΣ αποφέρει όφελος στη χώρα.

Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι τα οφέλη και οι απώλειες μιας χώρας που κρατάει σταθερή την ισοτιμία έναντι των νομισμάτων μιας περιοχής συναλλαγματικών ισοτιμιών, μπορούν να αξιολογηθούν βάση της οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της χώρας και της νομισματικής περιοχής. Ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης υπολογίζεται μέσω της έκτασης των συναλλαγών μεταξύ της εντασόμενης χώρας και της νομισματικής περιοχής, καθώς και της κινητικότητας της εργασίας και του κεφαλαίου μεταξύ αυτών των δυο.

Όσον αφορά την Ευρώπη, ελάχιστες είναι οι ενδείξεις που οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών της είναι επαρκώς ενοποιημένες, ώστε να την καθιστούν μια άριστη νομισματική περιοχή. Το εμπόριο μεταξύ των εταίρων της ΕΚ αποτελεί λιγότερο από ένα τέταρτο του ΑΕΠ κάθε μέλους και η κινητικότητα της εργασίας δεν είναι στα επίπεδα που θα επέτρεπαν στις χώρες να προσαρμόζονται στις διαταραχές των αγορών προϊόντων μέσω της μετακίνησης της εργασίας.

#### **1.4 Ευρωπαϊκά Προβλήματα**

Οι προοπτικές όμως για την ΕΝΕ χειροτέρευσαν προς το τέλος του 1992, όπου οι ισοτιμίες του ΕΝΣ δέχτηκαν κερδοσκοπική επίθεση. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η πορεία της ΕΝΕ να είναι αμφιβολη. Οι οικονομικές όμως εντάσεις, που προκάλεσαν την κερδοσκοπική κρίση του ΕΝΣ ήταν το άμεσο αποτέλεσμα των μεγάλων απωλειών οικονομικής σταθερότητας των χωρών-μελών, λόγω των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τον έλεγχο της Γερμανίας στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής του ΕΝΣ.

Η επανένωση της Ανατολικής και της Δυτικής Γερμανίας το 1990 ήταν μια διαταραχή που το ΕΝΣ δεν μπορούσε να αντιμετωπίσει. Η επανένωση αυτή οδήγησε σε μια σημαντική ύφεση την οικονομία της χώρας. Την ίδια εποχή

όμως οι άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες περνούσαν μια κάμψη για πάνω από ένα χρόνο. Οι παράγοντες που εξηγούν την εξασθένηση των ευρωπαϊκών οικονομιών είναι σαφώς η κατάσταση που επικρατούσε στη Γερμανία, η συνεχιζόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας των ΗΠΑ και η πραγματική υποτίμηση του δολαρίου, που μετατόπισε την παγκόσμια ζήτηση από τα ευρωπαϊκά προϊόντα στα αμερικανικά.

Ωστόσο, η Γερμανία αποφάσισε να ακολουθήσει μια άκρως περιοριστική νομισματική πολιτική και η απόφαση της αυτή, επηρέασε και τους άλλους εταίρους του ΕΝΣ, οι οποίοι ενώ επέκριναν την απόφαση της Γερμανίας, άφησαν τα δικά τους επιτόκια να αυξηθούν για να αποτρέψουν υποτίμηση των νομισμάτων τους. Δυστυχώς, οι κυβερνήσεις δεν ήθελαν να εξαναγκαστούν να αλλάξουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους, με αποτέλεσμα η ύφεση να επεκταθεί έξω από την Γερμανία. Η Γερμανία αρνήθηκε κάθε ευθύνη για τα ευρωπαϊκά προβλήματα και αρνήθηκε να προβεί σε ουσιαστικές μεταβολές της πολιτικής της.

Αποτέλεσμα των προβλημάτων αυτών ήταν η δυσανεμία της κοινής γνώμης ως προς την Συνθήκη του Maastricht. Παράλληλα, οι Γάλλοι δυσαρεστημένοι από την οικονομική πολιτική της κυβέρνησης τους, ήταν διχασμένοι μεταξύ των υποστηρικτών και των διαφωνούντων με τη Συνθήκη. Η απόρριψη της Συνθήκης από τη Γαλλία θα σήμαινε το τέλος της και θα αποδυνάμωνε την απόφαση των χωρών του ΕΝΣ να διατηρήσουν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους.

Έτσι, εμφανίστηκαν οι πρώτες κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά του φιλανδικού μάρκου και τη σουηδική κορώνα. Η Φιλανδία υποχώρησε αμέσως, αφήνοντας το νόμισμα της να υποτιμηθεί σημαντικά έναντι της ΕΝΜ, ενώ η Σουηδία υποστήριξε με προσωρινή επιτυχία την κορώνα, αλλά η κερδοσκοπία κόπασε μόνο όταν η κεντρική της τράπεζα άφησε το επιτόκιο για δάνεια μιας

μέρας να φτάσει το 500 τοις εκατό το χρόνο. Την ίδια στιγμή, η βρετανική και η ιταλική κυβέρνηση αγωνιζόταν να κρατήσουν τα νομίσματα τους πάνω από τα κατώτερα όρια των περιθωρίων διακύμανση τους.

Ακόμη και το γαλλικό φράγκο έγινε στόχος επιθέσεων, παρά το γεγονός ότι ο γαλλικός πληθωρισμός ήταν χαμηλότερος από το γερμανικό. Η έντονη παρέμβαση της τράπεζας της Γαλλίας και της Bundesbank, σε συνδυασμό με την απότομη άνοδο των γαλλικών επιτοκίων, τελικά κράτησαν το φράγκο πάνω από το κατώτατο όριο της διακύμανσης της ισοτιμίας του έναντι του μάρκου.

Οπότε, οι Γάλλοι ψηφοφόροι ενέκριναν την Συνθήκη του Maastricht στις 20 Σεπτεμβρίου και έτσι έδωσαν μια ακόμη ευκαιρία στο ΕΝΣ να συνεχίσει την ασταθή πορεία του. Η νομισματική αναταραχή συνεχίστηκε στην Ευρώπη σε όλη την διάρκεια του 1992 και μέχρι την άνοιξη του 1993. Η λίρα της Ιρλανδίας, υποτιμήθηκε καθώς και ισπανική πεσέτα για τρίτη φορά.

Πίσω από αυτά τα γεγονότα υπήρχε η συνεχιζόμενη ύφεση των οικονομιών του ΕΝΣ σε συνδυασμό με την επιμονή της Bundesbank να μειώνει μόνο σταδιακά τα γερμανικά επιτόκια. Τα δραματικά γεγονότα του 1992 και 1993 έπεισαν πολλούς Ευρωπαίους ότι το ΕΝΣ ήταν προβληματικό. Πολλοί αμφισβητούσαν ότι η μετάβαση στην ΕΝΕ θα αποτελούσε πρόοδο.

### ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΕΠΙΘΕΣΕΙΣ

#### 2.1 Υποδείγματα πρώτης και δεύτερης γενιάς

Για την ανάλυση και ερμηνεία των νομισματικών κρίσεων και των κερδοσκοπικών επιθέσεων είναι απαραίτητη η ανάπτυξη δυο κατηγοριών υποδειγμάτων. Η μια κατηγορία περιλαμβάνει τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς και η άλλη κατηγορία περιλαμβάνει τα υποδείγματα της δεύτερης γενιάς. Η υπόθεση κάθε υποδείγματος σχετικά με τις κερδοσκοπικές επιθέσεις που δέχεται μια χώρα διαφέρει.

Τα υποδείγματα της δεύτερης γενιάς υποθέτουν ότι μια κερδοσκοπική επίθεση μπορεί να εκδηλωθεί, αν ασκηθεί πιο επεκτατική πολιτική από τις οικονομικές αρχές μετά την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας. Αυτά τα υποδείγματα χρησιμοποιήθηκαν για να ερμηνευτούν οι νομισματικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν στην δεκαετία του '90, όπως η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στην περίοδο 1992-1993 καθώς και της κρίσης του Μεξικού το Δεκέμβριο του 1997.Επίσης, οι πρόσφατες κρίσεις στη Ρωσία το 1998 και τη Βραζιλία κατά την περίοδο 1998-1999 ερμηνεύτηκαν από τα ίδια υποδείγματα.

Τα Υποδείγματα της πρώτης γενιάς υποθέτουν ότι μια χώρα θα υποστεί κερδοσκοπική επίθεση, αν η κυβέρνηση χρηματοδοτεί τα δημοσιονομικά ελλείμματα με συνεχή αύξηση των εγχώριων πιστώσεων. Η πολιτική αυτή βέβαια θα οδηγήσει στην εξάντληση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας και τελικά στην κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας.Οι νομισματικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν στις αναπτυσσόμενες χώρες την χρονική περίοδο 1970-1980, όπως στο Μεξικό και την Αργεντινή, αναλύθηκαν από τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς.

## 2.2 Το Βασικό Υπόδειγμα των Κερδοσκοπικών Επιθέσεων της Πρώτης Γενιάς

Το Βασικό Υπόδειγμα των κερδοσκοπικών επιθέσεων, γνωστό ως Υπόδειγμα της πρώτης γενιάς<sup>4</sup>, αναφέρεται σε μια μικρή οικονομία. Τα χαρακτηριστικά του στοιχεία είναι ότι το εγχώριο νόμισμα συνδέεται με το νόμισμα μιας μεγάλης χώρας με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα χρηματοδοτούνται από την κυβέρνηση με αύξηση εγχωρίων πιστώσεων και ισχύουν η ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων και η ακάλυπτη ισοτιμία επιτοκίων. Οι βασικές σχέσεις που εκφράζουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά είναι οι ακόλουθες πέντε εξισώσεις.

(i)  $dt = \mu$

(ii)  $p_t = s_t + p^*$

(iii)  $i_t = i + e_t$

(iv)  $r_t = -\gamma\mu / 1 - \gamma$

Όπου  $dt$  οι πιστώσεις της Κεντρικής Τράπεζας,  $p_t$  οι το εσωτερικό επίπεδο τιμών,  $p^*$  το εξωτερικό επίπεδο τιμών,  $s_t$  η συναλλαγματική ισοτιμία,  $i_t$  το εσωτερικό επιτόκιο,  $i$  το εξωτερικό επιτόκιο και  $r_t$  τα συναλλαγματικά διαθέσιμα.

Η σχέση (i) δηλώνει ότι οι εγχώριες πιστώσεις αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό  $\mu$  για την χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η εξίσωση (ii) αποτελεί την συνθήκη ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων και η εξίσωση (iii) δηλώνει ότι αν οι πιστώσεις της Κεντρικής Τράπεζας αυξάνονται με ρυθμό  $\mu$ , τα συναλλαγματικά διαθέσιμα θα μειώνονται με ανάλογο ρυθμό.

Είναι όμως προφανές, πως σε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής

---

4. Το βασικό υπόδειγμα των κερδοσκοπικών επιθέσεων της πρώτης γενιάς, οφείλεται στους Krugman (1979), Flood and Garber (1984)



ισοτιμίας αν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μειώνονται συνεχώς σύμφωνα με την σχέση (iv), μπορεί να προσδιοριστεί η χρονική στιγμή κατά την οποία τα διαθέσιμα θα εξαντληθούν και η κυβέρνηση θα εγκαταλείψει το καθεστώς αυτό<sup>5</sup>. Ο χρόνος  $t_N$  κατά τον οποίο εξαντλούνται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και εκφράζεται από την σχέση (v), εξαρτάται από το αρχικό απόθεμα των διαθεσίμων, το ρυθμό αύξησης των εγχωρίων πιστώσεων και την αρχική συμμετοχή των πιστώσεων στην προσφορά χρήματος.

$$(v) \ t_N = (1 - \gamma) r_0 / \gamma \mu$$

Ωστόσο, οι συμμετέχοντες στην αγορά γνωρίζουν ότι στον χρόνο  $t_N$  τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μηδενίζονται και η συναλλαγματική ισοτιμία θα πρέπει να διακυμαίνεται ελεύθερα. Προβλέπουν επίσης, ότι με την εγκατάλειψη του καθεστώτος της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας το εγχώριο νόμισμα θα υποτιμηθεί σημαντικά. Άρα, οι επενδυτές θα προσπαθήσουν να μετατρέψουν το εγχώριο νόμισμα σε ξένο συνάλλαγμα πριν από τον χρόνο  $t_N$  έτσι ώστε να μην υποστούν κεφαλαιακές ζημιές. Αποτέλεσμα αυτού είναι, η μεγάλη ζήτηση συναλλάγματος, η οποία θα εξαντλήσει τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και επομένως το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας θα καταρρεύσει.

Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιώντας την έννοια της «σκιώδους κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας», προσδιορίζεται ο χρόνος κατά τον οποίο θα εκδηλωθεί η κερδοσκοπική επίθεση. Η ισοτιμία αυτή ισχύει στην περίπτωση που οι κερδοσκόποι αγοράσουν όλα τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας και η κυβέρνηση αφήσει ελεύθερη τη διακύμανση της

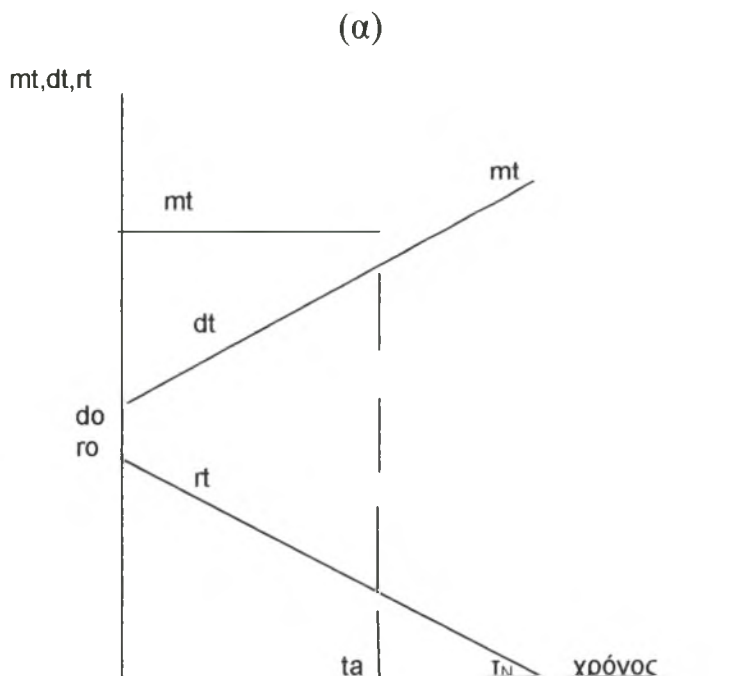
---

5. Σε οποιοδήποτε χρόνο  $t$ ,  $0 < t < t_N$ , τα συναλλαγματικά διαθέσιμα θα ισούνται με το αρχικό απόθεμα των διαθεσίμων,  $r_0$ , μείον την απώλεια των διαθεσίμων μεταξύ του χρόνου 0 και του χρόνου  $t_N$ , άρα :  $r_t = r_0 - (\gamma \mu / 1 - \gamma) t$ . Δεδομένου ότι στο χρόνο  $t_N$  το  $r_t = 0$ , θεωρούμε στην προηγούμενη εξίσωση  $r_t = 0$  και λύνοντας ως προς  $t_N$ , προκύπτει η εξίσωση (v).

συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κερδοσκόποι έχουν κίνητρο να επιτεθούν κατά της σταθερής ισοτιμίας, μόνο αν η σκιώδης κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία είναι υψηλότερη από την σταθερή ισοτιμία.

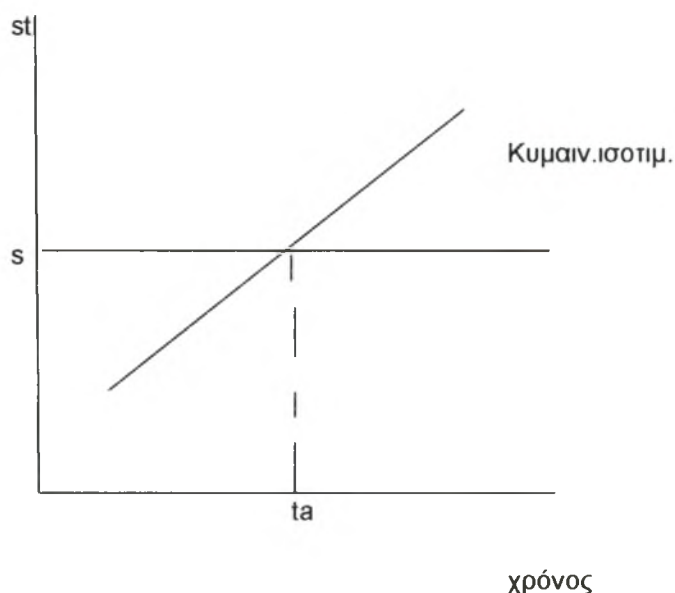
Στην αντίθετη όμως περίπτωση, δηλαδή αν η σκιώδης ισοτιμία είναι κάτω από το επίπεδο της σταθερής ισοτιμίας, οι κερδοσκόποι θα είχαν ζημία, διότι θα αγόραζαν ξένο συνάλλαγμα σε υψηλότερη τιμή το οποίο θα πωλούσαν σε χαμηλότερη τιμή. Συνήθως, λόγω του έντονου κερδοσκοπικού ανταγωνισμού, η κερδοσκοπική επίθεση παρατηρείται την χρονική στιγμή την οποία δεν υπάρχουν ούτε κέρδη ούτε ζημίες.

Η διαδικασία κατάρρευσης του καθεστώτος της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας στο υπόδειγμα της πρώτη γενιάς απεικονίζεται στα παρακάτω διαγράμματα. Στο τμήμα α του διαγράμματος 2.1, παρατηρούμε την συμπεριφορά της προσφοράς χρήματος (όπου  $mt$  η προσφορά χρήματος) και των συνιστωσών της πριν και μετά την κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας. Ενώ, στο τμήμα β του διαγράμματος 2.1, παρουσιάζεται η συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας.





(β)



Διάγραμμα 2.1

Παρατηρούμε πως η προσφορά χρήματος, παραμένει αμετάβλητη ως την χρονική στιγμή  $ta$  κατά την οποία εκδηλώνεται κερδοσκοπική επίθεση και καταρρέει το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παρόλο αυτά η σύνθεση αυτής μεταβάλλεται, οι εγχώριες πιστώσεις  $dt$  αυξάνονται με ρυθμό  $\mu$ , ενώ τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μειώνονται ανάλογα.

Η συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει σταθερή στο  $s$ . Στο χρόνο  $ta$  που εκδηλώνεται η κερδοσκοπική επίθεση μειώνεται η προσφορά χρήματος κατά το μέγεθος των συναλλαγματικών διαθέσιμων και αμέσως μετά ισούται με τις εγχώριες πιστώσεις. Ενώ, η συναλλαγματική ισοτιμία παρουσιάζει ανοδική τάση.

Κατά την κερδοσκοπική επίθεση όμως, όπου μειώνεται η προσφορά χρήματος οι νομισματικές αρχές δεν αντισταθμίζουν την μείωση αυτή της προσφοράς. Αν όμως οι νομισματικές αρχές επιθυμούν να διατηρήσουν αμετάβλητη την προσφορά χρήματος καθ'όλη την διάρκεια της κρίσης, θα

αυξήσουν τις πιστώσεις της κεντρικής τράπεζας, αντισταθμίζοντας την μείωση της προσφοράς που προκαλεί η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων .

Αμέσως μετά από την κερδοσκοπική επίθεση, η κυβέρνηση υιοθετεί το καθεστώς της ελευθέρα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας και η προσφορά χρήματος αρχίζει να αυξάνεται ανάλογα με την αύξηση των εγχωρίων πιστώσεων. Στην περίπτωση αυτή, η κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία θα αυξάνεται επίσης με τον ίδιο ρυθμό και από ένα σημείο και μετά παρουσιάζεται μεγαλύτερη από την σταθερή ισοτιμία, ανεξάρτητα από το πόσο υψηλό είναι το επίπεδο στο οποίο καθορίζεται η σταθερή ισοτιμία.

Επομένως, το υπόδειγμα της πρώτης γενιάς προβλέπει ότι το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν μπορεί να επιβιώσει, όταν οι νομισματικές αρχές σχεδιάζουν να αντισταθμίζουν τις επιπτώσεις που συνεπάγεται μια επίθεση και οι κερδοσκόποι αντιλαμβάνονται τα σχέδια αυτά.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει σχετικά με τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς είναι ότι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις είναι προβλέψιμες. Η αβεβαιότητα ωστόσο αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο για την εξήγηση των πρόσφατων νομισματικών κρίσεων. Οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν γνωρίζουν με ακρίβεια ούτε πότε θα εκδηλωθεί μια κερδοσκοπική επίθεση ούτε πότε και πόσο θα μεταβληθεί η συναλλαγματική ισοτιμία, αν εκδηλωθεί η επίθεση.

Προκύπτει επομένως η ανάγκη για την εισαγωγή του ασφάλιστρου κινδύνου στην ακάλυπτη ισοτιμία (εξίσωση iii), το οποίο ισούται με  $\beta_i(b_i - b_i - s_i)$  και επηρεάζεται από την στάση των επενδυτών έναντι του κινδύνου και την αβεβαιότητα της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων. Αποδεικνύεται ότι οι επενδυτές επιδιώκουν την μεγιστοποίηση της προσδοκώμενης χρησιμότητας, η οποία εξαρτάται θετικά από τον αναμενόμενο πλούτο και αρνητικά από τη διακύμανση του πλούτου<sup>6</sup>.

---

6. Αποδεικνύεται από τους Flood and Marion (2000)

Σε περίπτωση που οι επενδυτές είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο ή δεν υπάρχει αβεβαιότητα στον κόσμο, τότε το ασφάλιστρο κινδύνου είναι μηδέν. Το μεταβλητό ασφάλιστρο κινδύνου προκαλεί μη γραμμικότητα στη συμπεριφορά των επενδυτών, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας.

Ωστόσο, εάν οι επενδυτές αναμένουν μια μεγαλύτερη μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο μέλλον θα μεταβληθεί το εσωτερικό επιτόκιο μέσω της ακάλυπτης ισοτιμίας επιτοκίων. Αποτέλεσμα της μεταβολής αυτής, είναι η μεταβολή της ζήτησης χρήματος και η μεγαλύτερη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε περίπτωση που εγκαταλειφθεί το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας.

Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι η σκιάδη συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί κατά πόσο μια κερδοσκοπική επίθεση είναι επικερδής, θα μεταβληθεί λόγω της μεταβολής των προσδοκιών και κατά συνέπεια θα μεταβληθεί και ο χρόνος εκδήλωσης της επίθεσης.

Ωστόσο, με την εισαγωγή του μεταβλητού ασφαλίστρου κινδύνου στο βασικό υπόδειγμα, οι νομισματικές κρίσεις μπορεί να είναι αποτέλεσμα της ασυνεπούς οικονομικής πολιτικής, αλλά προκαλούνται επίσης και από τη μη γραμμικότητα στη συμπεριφορά των επενδυτών. Η μη γραμμικότητα αυτή μπορεί να μετακινήσει την οικονομία από μια ισορροπία όπου δεν υπάρχουν οι προϋποθέσεις για την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης, σε μια άλλη ισορροπία που θα είναι αποτέλεσμα τέτοιας επίθεσης.

## **2.3 Το Υπόδειγμα των Κερδοσκοπικών Επιθέσεων της Δεύτερης Γενιάς**

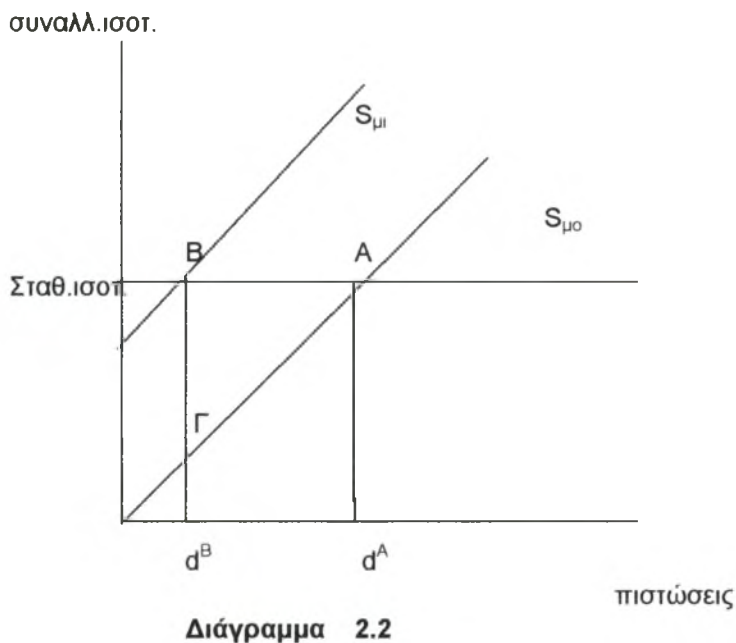
Από την ανάλυση των υποδειγμάτων της πρώτης γενιάς, διαπιστώνεται ότι η κατάρρευση του συστήματος της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας θεωρείται αναπόφευκτη. Αυτό οφείλεται στο ότι η ακολουθούμενη οικονομική

πολιτική δεν είναι συνεπής με την διατήρηση μακροχρόνια της σταθερής ισοτιμίας. Στα υποδείγματα της δεύτερης δεν παρατηρείται η ανάλογη κατάσταση. Ακόμη και αν η ακολουθούμενη οικονομική πολιτική είναι συνεπής με την διατήρηση ενός συστήματος σταθερής ισοτιμίας, μια κερδοσκοπική επίθεση κατά του εθνικού νομίσματος, υπό την προϋπόθεση ότι θα υπάρξει αλλαγή στην οικονομική πολιτική, είναι δυνατό να προκαλέσει κρίση στην οικονομία.

Το υπόδειγμα κερδοσκοπικών επιθέσεων της δεύτερης γενιάς βασίζεται σε ένα μη γραμμικό κανόνα πολιτικής, σύμφωνα με τον οποίο η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής συνδέεται με την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης. Οπότε, αν δεν εκδηλωθεί επίθεση, οι πιστώσεις της κεντρικής τράπεζας θα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό  $\mu_0$ . Ενώ, αν οι κερδοσκόποι επιτεθούν κατά του εθνικού νομίσματος, οι εγχώριες πιστώσεις θα αυξάνονται με ρυθμό μεγαλύτερο του  $\mu_0$ .

Ο τρόπος λειτουργίας του υποδείγματος της δεύτερης γενιάς διευκρινίζεται με τη βοήθεια του παρακάτω διαγράμματος, όπου  $S_{\mu_0}$  και  $S_{\mu_1}$  είναι η σκιώδης συναλλαγματική ισοτιμία που αντιστοιχεί στον ρυθμό αύξησης των εγχωρίων πιστώσεων  $\mu_0$  και  $\mu_1$ . Παρατηρούμε πως οι καμπύλες της σκιώδους ισοτιμίας τέμνουν την γραμμή της σταθερής ισοτιμίας στα σημεία Α και Β.

Σε περίπτωση που το  $d < d^B$ , οι κερδοσκόποι δεν έχουν συμφέρον να επιτεθούν κατά της σταθερής ισοτιμίας διότι θα έχουν ζημιά. Παρατηρούμε πως όταν το μέγεθος των πιστώσεων  $d$  είναι μικρότερο από το  $d^B$  και δεν εκδηλωθεί επίθεση, η σκιώδης συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι επί της καμπύλης  $S_{\mu_0}$ . Αν όμως οι κερδοσκόποι επιτεθούν κατά του εγχωρίου νομίσματος, η σκιώδης ισοτιμία θα μετακινηθεί στην  $S_{\mu_1}$  η οποία είναι κάτω από την γραμμή της σταθερής ισοτιμίας.



Κατά συνέπεια, αν οι πιστώσεις δεν αυξάνονται, δηλαδή  $\mu_0=0$ , τότε η πολιτική της σταθερής ισοτιμίας είναι συνεπής με την ασκούμενη πιστωτική πολιτική και το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας μπορεί να διατηρηθεί.

Αν όμως υποθέσουμε πως το μέγεθος των πιστώσεων είναι ίσο με  $d^B$  και  $\mu=\mu_0$ , η σκιώδης συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι επί της καμπύλης  $S_{\mu_0}$  στο σημείο Γ. Αν εκδηλωθεί κερδοσκοπική επίθεση, η σκιώδης ισοτιμία θα μετατοπιστεί στο σημείο Β. Μια τέτοια επίθεση δεν θα αποφέρει ούτε κέρδη ούτε ζημιές στους κερδοσκόπους, με αποτέλεσμα η οικονομία να παραμείνει μόνιμα στο σημείο Γ ή μπορεί να μετακινηθεί στο Β. Αναλογα με το κίνητρο που υπάρχει η οικονομία μπορεί να οδηγηθεί από το ένα σημείο ισορροπίας στο άλλο.

Μια άλλη υπόθεση είναι το μέγεθος των πιστώσεων να είναι μικρότερο από το  $d^A$  και μεγαλύτερο από το  $d^B$ , τότε υπάρχουν πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας. Αν δεν υπάρχει πιθανότητα να εκδηλωθεί κερδοσκοπική επίθεση, η οικονομία μπορεί να παραμείνει μόνιμα επί της καμπύλης της σκιώδους ισοτιμίας  $S_{\mu_0}$ .

Ενώ, αν οι επενδυτές έχουν την πεποίθηση ότι θα εκδηλωθεί επίθεση, η οικονομία θα μετατοπιστεί στην υψηλότερη καμπύλη της σκιώδους ισοτιμίας  $S_m$ . Στην περίπτωση αυτή οι κερδοσκόποι δεν διακρατούν εγχώριο νόμισμα για να μην υποστούν ζημιές, αλλά επιτίθενται κατά του εθνικού νομίσματος, αγοράζοντας ξένο συνάλλαγμα. Αποτέλεσμα της ενέργειας αυτής είναι η κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας.

Έχει παρατηρηθεί, ότι στην οικονομία υπάρχει μια μόνο ισορροπία, όταν ένας μεγάλος επενδυτής έχει την δυνατότητα να επηρεάσει τη συναλλαγματική ισοτιμία ενός νομίσματος, όπως συνέβη με τον George Soros στην περίπτωση της στερλίνας το 1992. Αν όμως στην αγορά συμμετέχουν πολλοί μικροί επενδυτές με περιορισμένες δανειοληπτικές ικανότητες, τότε θα υπάρχουν πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας<sup>7</sup>.

Στην περίπτωση αυτή το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να διατηρηθεί μόνιμα, εκτός και αν δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης, η οποία θα οδηγήσει την οικονομία σε μια άλλη ισορροπία που θα είναι αποτέλεσμα της επίθεσης.

## **ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ II**

### **Φόρος Tobin : μια εναλλακτική πρόταση για τον περιορισμό της Διεθνούς Κερδοσκοπίας.**

Όπως είδαμε και παραπάνω διάφορα εθνικά νομίσματα δέχονται

---

7.Υποστηρίζει ο Obstfeld το (1986)



κερδοσκοπικές επιθέσεις, με σοβαρές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία των αντίστοιχων χωρών και αλυσιδωτές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Απαιτούνται επομένως μηχανισμοί αποτρεπτικού χαρακτήρα στην πλήρη ελευθερία μετακίνησης των κεφαλαίων και στην κερδοσκοπία.

Ένας από αυτούς τους μηχανισμούς είναι ο Φόρος Tobin<sup>8</sup>, ο οποίος αφορά τις κινήσεις κεφαλαίων στην αγορά συναλλάγματος. Βασικός στόχος του είναι ο περιορισμός της κερδοσκοπίας που γίνεται πάνω στα νομίσματα. Πρόκειται για μια πρόταση που επανέρχεται κατά καιρούς στην επικαιρότητα, κυρίως σε περιόδους νομισματικών κρίσεων ( το 1992 και 1993 με τις ευρωπαϊκές νομισματικές κρίσεις, το 1994 με την μεξικανική κρίση και κυρίως πρόσφατα με την ασιατική κρίση).

Ο φόρος Tobin μπορεί να συμβάλλει στην μείωση των διακυμάνσεων των ισοτιμιών και της αστάθειας των αγορών και να αυξήσει την αυτονομία των κυβερνήσεων σε επίπεδο νομισματικής πολιτικής. Πρακτικά, επιβάλλεται στις αγορές και τις πωλήσεις νομισμάτων σε παγκόσμιο επίπεδο, με ένα ενιαίο ποσοστό που θα εφαρμόζεται στην πηγή της συναλλαγής. Παράλληλα ένας πολυμερής οργανισμός, όπως η Τράπεζα Διεθνών Συναλλαγών, θα ορίζει το ύψος του φόρου και θα επιβλέπει την τήρηση της εφαρμογής του σε εθνικό επίπεδο.

Επισημαίνεται, ότι εκτός από τους αρχικούς στόχους του φόρου μεγαλύτερο ενδιαφέρον προκαλεί η ικανότητα του να δημιουργήσει έσοδα για τις κυβερνήσεις σε μια εποχή που δυσκολεύονται να μειώσουν τα ελλείμματα τους και σε μια περίοδο όπου οι διεθνείς οργανισμοί αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα έλλειψης πόρων. Κατά συνέπεια ο φόρος Tobin αποτελεί εφελκυστήρα για μια συνολική μεταρρύθμιση του χρηματιστικού συστήματος.

---

8. Πηγή : [www.in.gr](http://www.in.gr) “Περιορισμός της Διεθνούς Κερδοσκοπίας” του Χ. Τριανταφύλλου

## **ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ**

### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ - ΤΙ ΜΑΣ ΔΙΔΑΣΚΕΙ Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ**



### ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

#### 3.1. 1973, 1979 : Η Διεθνής Οικονομία σε σοκ.

Τα φαινόμενα των κερδοσκοπικών επιθέσεων και των νομισματικών κρίσεων έχουν πάρει αναμφίβολα νέες διαστάσεις σε συνθήκες διόγκωσης των συναλλαγών στη διεθνή αγορά, με ταχύτατη κίνηση των χρηματοοικονομικών παραγωγών. Ωστόσο, τα φαινόμενα αυτά δεν είναι καθόλου νέα. Οι σημαντικότερες κρίσεις<sup>9</sup> που έπληξαν την διεθνή οικονομική κοινότητα κατά το δεύτερο μισό του 20<sup>ου</sup> αιώνα συνέβησαν το 1973 και 1979 αντιστοίχως.

Πιο συγκεκριμένα, τον Οκτώβριο του 1973 χαρακτηρίστηκε από το ξέσπασμα του τέταρτου αραβο-ισραηλινού πόλεμου και τη συνεπακόλουθη νομισματική κρίση που ακολούθησε. Το Ισραήλ επέβαλε εμπάργκο στη αποστολή του πετρελαίου προς την Ολλανδία και προς τις ΗΠΑ, με αποτέλεσμα οι τιμές του πολύτιμου προϊόντος να εκτιναχθούν στα ύψη.

Η δραματική αυτή άνοδος των τιμών (από 3 δολάρια το βαρέλι το 1973 σε 20 δολάρια το Μάρτιο του 1974 ) είχε άμεσο αντίκτυπο στις τιμές άλλων προϊόντων. Συνέπεια αυτού, ήταν να βυθιστεί η παγκόσμια οικονομία σε ύφεση, η συνολική ζήτηση να παρουσιάσει δραματική κάμψη και οι επενδύσεις να μειωθούν.

Παράλληλα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των περισσότερων κρατών παρουσίασε έλλειμμα. Πριν από την κρίση το διεθνές ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των κρατών παρουσίαζε πλεόνασμα των 20,3 δισ.

---

9. Πηγή: [www.in.gr](http://www.in.gr) “Η Διεθνής Οικονομία σε κρίση”

δολαρίων, ενώ ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης (1974) παρουσίαζε έλλειμμα ύψους 10,8 δισ . δολαρίων. Οι χώρες που επλήγησαν περισσότερο ήταν εκείνες που εξαρτιόνταν ενεργειακά, αποκλειστικά από εισαγωγές πετρελαίου και δεν διέθεταν άλλες πηγές ενέργειας ( δυο από αυτές τις χώρες ήταν η Ιταλία και η Ιαπωνία ) .

Η πρώτη πετρελαϊκή κρίση όπως συνηθίζεται να ονομάζεται, οδήγησε σε τρομακτική άνοδο του πληθωρισμού και τη διεθνή οικονομία σε μακροχρόνια ύφεση.Στις ΗΠΑ, το 1973 ο ετήσιος πληθωρισμός ήταν της τάξης του 6,2%, ενώ το 1974 ήταν 11,1% .Για την Ιαπωνία, οι αντίστοιχοι αριθμοί ήταν 11,7% και 24,5% .

Οι δυτικές κυβερνήσεις απροετοίμαστες αρχικά, αντέδρασαν με επεκτατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές. Αύξησαν δηλαδή την ποσότητα χρήματος και τις κρατικές δαπάνες με σκοπό να τονώσουν την ζήτηση.Τα μέτρα αυτά αν και δεν απέδωσαν άμεσα, βοήθησαν την διεθνή οικονομική κοινότητα να ανακάμψει σταδιακά από την κρίση.

Ωστόσο, το 1979 ήταν η αρχή ενός δεύτερου γύρου ανόδου των τιμών του μαύρου χρυσού, λόγω της διακοπής των εξαγωγών πετρελαίου από την Περσία. Τα κράτη φοβούμενα περαιτέρω κλιμάκωση των διεθνών καταστάσεων, προέβησαν σε αποθεματοποίηση του πετρελαίου που είχαν υπό την κατοχή τους, με αποτέλεσμα η τιμή του να αυξηθεί ακόμα περισσότερο.

Τα αποτελέσματα της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης ήταν περίπου ίδια με εκείνα του 1973, αλλά με διαφορετική διάρκεια για κάθε χώρα.Οι κυβερνήσεις ακολούθησαν διαφορετική πολιτική από εκείνη του 1973.Οι δυτικές οικονομίες αν και άργησαν να ξεφύγουν από την κρίση, δυο χρόνια μετά, το 1981 έπασχαν από το ίδιο φαινόμενο.

### 3.2 Η Διεθνής Νομισματική Κρίση του 2000.

Διαπιστώνουμε λοιπόν, ότι οι πετρελαϊκές κρίσεις αποτελούν πρόβλημα στην οικονομία κάθε χώρας και είναι δύσκολο να γνωρίζουμε που αρχίζουν και που υπάρχει έλεγχος και χειραγώγηση αυτών. Μετά από πολλά χρόνια που είχε να εμφανιστεί πετρελαϊκή κρίση, πρόσφατα απασχόλησε τη διεθνή οικονομία.

Πριν από τρία χρόνια η νομισματική κρίση έκανε την εμφάνιση της<sup>10</sup>, εφόσον το δολάριο των ΗΠΑ ανατιμάται δραστικά ξεπερνώντας τις 400 δρχ. Την ίδια στιγμή, το κύριο αντίστοιχο και αντίπαλο νόμισμα του δολαρίου το ευρώ, δέχεται τη μεγαλύτερη πτώση από της υπάρξεως του σε σχέση με το δολάριο και τα άλλα νομίσματα, φτάνοντας κάτω από κάποια ανεκτικά όρια.

Αξιοσημείωτη είναι η επέμβαση από τους διεθνείς τραπεζίτες η οποία “έσωσε” την τιμή του ευρώ. Όμως, καθοριστικό ρόλο στη “σωτηρία” του ευρώ έπαιξε η ουσιαστική παρέμβαση του τότε προέδρου των ΗΠΑ Μπίλ Κλίντον, για τη συγκράτηση του πετρελαίου στα επίπεδα των 31 και 32 δολ. το βαρέλι, την στιγμή που είχε ξεπεράσει τα 35 δολάρια και πήγαινε για 40 δολάρια. Ωστόσο, αυτό δημιουργεί στη διεθνή κοινότητα περίεργες υποψίες, γιατί ήταν γνωστό ότι η παραγωγή υπερείχε της κατανάλωσης αργού πετρελαίου, και θα έπρεπε να αντιμετωπιστεί έγκαιρα και όχι με την εμφάνιση της έλλειψης.

Το γεγονός ότι την εποχή εκείνη πλησίαζαν οι εκλογές των ΗΠΑ, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η κίνηση του Μ. Κλίντον συνδέεται μ’ αυτό. Έχουμε συνεπώς, μια ελεγχόμενη εικονική έλλειψη πετρελαίου, διατήρηση των τιμών σε χαμηλότερα επίπεδα, αλλά όχι και στα παλιά επίπεδα, για να υπάρχει η αγωνία ξαφνικής ανόδου, αλλά και να δίνει μια ανάσα ανακούφισης στους ηγέτες της Ε.Ε. όσον αφορά την τιμή του ευρώ.



---

10. Πηγή : [www.hellasland.gr](http://www.hellasland.gr). «Αποτελεί πρόβλημα ή είναι ελεγχόμενη η πετρελαϊκή κρίση;»

### 3.3 Η Εμπειρία της Ανατολικής Ασίας από την νομισματική κρίση της περιόδου 1997-1998 και οι συνέπειες της σε όλο τον κόσμο<sup>11</sup>.

Σύμφωνα με την έκθεση για το εμπόριο και την ανάπτυξη της UNCTAD, η σταθεροποίηση των συνθηκών στις νεοεμφανιζόμενες αγορές δε σημαίνει ότι τα υποβόσκοντα προβλήματα έχουν εξαφανιστεί. Η συνεχιζόμενη εξάρτηση πολλών αναπτυσσόμενων χωρών από την πολύ ευμετάβλητη ροή κεφαλαίων είναι μια από τις κύριες αιτίες ανησυχίας.

Έτσι, μέχρι τον Ιούλιο του 1997 που εκδηλώθηκε η νομισματική κρίση στην Ταϊλάνδη, οι αγορές αύξαναν συνεχώς το μέγεθος τους και η ροή των κεφαλαίων από το κέντρο στην περιφέρεια ήταν εντυπωσιακή. Λίγους μήνες αργότερα όμως, τα τεράστια κεφάλαια εξανεμίσθηκαν. Η κρίση ξεκίνησε από την Ασία, με την κατάρρευση των «Τίγρεων», δηλαδή των πιο δυναμικά αναπτυσσόμενων χωρών της Ανατολικής Ασίας, μεταφέρθηκε στην Ιαπωνία, συγκλόνισε την Ρωσία και την Λατινική Αμερική. Η κρίση αυτή χαρακτηρίστηκε από οικονομολόγους και αναλυτές κρίση υπερπαραγωγής.

Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ήταν αυτές που δέχτηκαν το μεγαλύτερο πλήγμα όσον αφορά τη νομισματική και οικονομική πολιτική τους. Δεν πρόλαβαν να ανακάμψουν από την κρίση του 1994 λόγω της υποτίμησης του Μεξικανικού νομίσματος και λίγα χρόνια μετά (1997), έχουν να αντιμετωπίσουν μια δεύτερη νομισματική κρίση.

Η υποτίμηση του μεξικανικού νομίσματος προκάλεσε κρίση εμπιστοσύνης. Έτσι, οδήγησε σε μαζική έξοδο του ξένου κεφαλαίου από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής, μιας περιοχής του κόσμου που εξαρτάται ιδιαίτερα από το ξένο κεφάλαιο, αφού η εγχώρια αποταμίευση είναι μικρή.

---

11. Πηγή : [www.in.gr](http://www.in.gr) «Η εκτίμηση της Παγκόσμιας Οικονομίας για το 1998 από την UNCTAD»

Η νομισματική αναταραχή της Α. Ασίας είχε αποτέλεσμα την μεγάλη διαφυγή κεφαλαίων για πολλοστή φορά, από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής.

Το άμεσο κόστος της οικονομικής-νομισματικής αναστάτωσης στην περιοχή της Ανατολικής Ασίας ήταν τεράστιο. Το εισόδημα στην Ινδονησία, στην Μαλαισία, στις Φιλιππίνες και στην Ταϊλάνδη, έπεσε κατά 9% το 1998, ενώ είχε ανέβει κατά 7% το 1996. Τα συνακόλουθα προβλήματα της αυξανόμενης φτώχειας και της πτώσης των κοινωνικών δεικτών είναι ορατά σε όλη την έκταση της περιοχής.

Ιδιαίτερα στην Ινδονησία, στις 18 Αυγούστου 1997 ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών σημειώνει πτώση κατά 8,41% και υποτιμάται το εθνικό νόμισμα έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Ενώ, δυο μήνες αργότερα η κρίση εμφανίζεται στα χρηματιστήρια όλου του κόσμου.

Προς το τέλος του Νοεμβρίου κηρύσσει πτώχευση η “Yamaichai Securities” ένας από τους σημαντικότερους χρηματοοικονομικούς οίκους της Ιαπωνίας και όχι μόνο, με 7500 υπαλλήλους στην Ιαπωνία και το εξωτερικό. Γενικά, η Ιαπωνία ύστερα από μια περίοδο έντονης οικονομικής ανάπτυξης μεταξύ 1987 και 1991, είδε την θέση της στην παγκόσμια οικονομία να εξασθενεί και την οικονομική της ισχύ να χάνεται.

Η «κατρακύλα» συνεχίζεται για τις περισσότερες υπό κρίση χώρες της Ανατολικής Ασίας και το Γενάρη του '98, εμφανίζονται οι τραγικές επιπτώσεις στις λαϊκές μάζες, με θεαματική άνοδο των ανέργων σαν αποτέλεσμα της χρεοκοπίας επιχειρήσεων.

Ωστόσο, η «επιδημία» έχει εξαπλωθεί και στο εμπόριο. Ιδιαίτερα οι εξαγωγείς βασικών αγαθών, ήταν αυτοί που δέχτηκαν τα πιο σκληρά πλήγματα. Προφανείς είναι οι πτώσεις των τιμών για εξαγώγιμα αγαθά, κατασκευασμένα



στις αναπτυσσόμενες χώρες. Κατά την διάρκεια του 1998, οι αξίες των μονάδων εξαγωγής των Ανατολικών Ασιατικών χωρών έπεσαν μεταξύ 3,6% και 17%.

Σημαντική επίσης είναι η ζημία που προκάλεσε η κατάρρευση των νομισμάτων των χωρών της Α. Ασίας, στον υπόλοιπο κόσμο. Εξέθεσε σε κίνδυνο χρεοκοπίας το Τραπεζικό σύστημα της Ιαπωνίας που έχει δανείσει εκατοντάδες δις δολάρια στην Ν. Κορέα, στην Μαλαισία, στην Ινδονησία και στην Ταϊλάνδη καθώς και σε άλλες χώρες. Η Ιαπωνία επίσης, είναι ο μεγαλύτερος δανειστής των ΗΠΑ. Οπότε, καταλαβαίνουμε το μέγεθος της ζημίας που μπορεί να προκληθεί από την χρεοκοπία του Τραπεζικού συστήματος της Ιαπωνίας.

Κανείς πια δεν αμφισβητεί τους κλυδωνισμούς στην διεθνή χρηματαγορά, που αντανακλώνται άλλωστε και στις αυξομειώσεις του γενικού δείκτη τιμών στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και στη χρηματαγορά της ΕΕ. Αν και δεν απειλήθηκαν άμεσα συνεχίζεται ο προβληματισμός και οι προβλέψεις για μια ενδεχόμενη εμφανή επίδραση. Ωστόσο, οι πιέσεις είναι πιο έντονες και εμφανείς στην ελληνική χρηματαγορά. Το Μάρτιο του '98 αλλάζει η νομισματική πολιτική της κυβέρνησης, γεγονός που δηλώνει υποτίμηση της δραχμής, σε ποσοστό 12,3% .

### **3.4 Αναταράξεις στην Ελληνική αγορά και η σημασία της εμπειρίας αυτής.**

Είναι βέβαια γνωστό, ότι η Ελλάδα έχει μεγάλη εμπειρία από το φαινόμενο των νομισματικών κρίσεων. Ιδιαίτερα η πορεία της προς τη νομισματική ένωση δεν ήταν καθόλου εύκολη, σηματοδεύτηκε από νομισματικές κρίσεις και δύσκολες πολιτικές αποφάσεις.

Ένα σημαντικό γεγονός που επηρέασε καθοριστικά την πορεία της χώρας μας προς την ΟΝΕ και μετέβαλε ευνοϊκά τις προσδοκίες επίτευξης νομισματικής

σταθερότητας, ήταν η αντιμετώπιση της νομισματικής κρίσης του 1994 και η συνακόλουθη αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής<sup>12</sup>. Η νομισματική αναταραχή του Μαΐου του 1994 εκδηλώθηκε εν όψει της πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, η οποία ήταν βασική προϋπόθεση για την ενσωμάτωση της χώρας στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και τη μελλοντική πλήρη ένταξη της στην ΟΝΕ.

Σύμφωνα με τον Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος Λουκά Παπαδήμου, η ισοτιμία της δραχμής την εποχή εκείνη στηρίχθηκε με αποφασιστικότητα και αποτελεσματικότητα. Σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση αυτών έπαιξε η εμπιστοσύνη των αγορών και του κοινού στην ασκούμενη πολιτική και την προοπτική της οικονομικής σταθερότητας. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η σταθεροποίηση της ισοτιμίας αναδείχθηκαν κεντρικοί στόχοι, οι οποίοι επιτεύχθηκαν με την άσκηση αυστηρής νομισματικής πολιτικής και την επιτάχυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων το 1994 και η θετική εμπειρία από την επιτυχή αντιμετώπιση της νομισματικής αναταραχής οδήγησαν σε μεταβολή του πλαισίου άσκησης νομισματικής πολιτικής. Έτσι, στην τριετία 1995-1997, οι στόχοι για την συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του ECU επιτεύχθηκαν απολύτως, παρά τις πιέσεις που εκδηλώθηκαν κατά καιρούς στην αγορά συναλλάγματος και ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά. Η ελληνική εμπειρία καταδεικνύει σαφώς, ότι η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματικό μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Η διατηρησιμότητα όμως της πολιτικής αυτής ετέθη σε αμφισβήτηση από τις αγορές το φθινόπωρο του 1997 και στις αρχές του 1998, όταν εκδηλώθηκαν

---

12.Πηγή: [www.google.com](http://www.google.com) “Συνέντευξη του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος Λ. Παπαδήμου» Αθήνα 3-4 Ιουλίου 2000.

έντονες κερδοσκοπικές πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος. Έτσι, το Νοέμβριο του '97 η νομισματική κρίση απασχόλησε ξανά την χώρα μας.

Οι πιέσεις που προκάλεσαν την κρίση αυτή, συνδεόταν εν μέρει με τις κρίσεις στη Ανατολική Ασία και σε άλλες αναδυόμενες χώρες, οι οποίες άσκησαν επιδράσεις διεθνώς, λόγω της παγκοσμιοποίησης της αγοράς κεφαλαίων. Σε μεγαλύτερο όμως βαθμό, οι πιέσεις αυτές αντανakλούσαν τις επιπτώσεις εγχώριων οικονομικών εξελίξεων.

Συγκεκριμένα, η ανεπαρκής προσαρμογή της παραγωγικότητας και του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας στους περιορισμούς που συνεπάγεται η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας οδήγησε σε απώλεια ανταγωνιστικότητας και διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Οι εξελίξεις αυτές συντέλεσαν στη διαμόρφωση των προσδοκιών για την ανάγκη έγκαιρης προσαρμογής της ισοτιμίας εν όψει της ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ το 2001. Οι πιέσεις στη δραχμή κατέληξαν τελικά στην υποτίμηση της κατά 12,3% το Μάρτιο του 1998.

Η υποτίμηση της δραχμής όξυνε συζητήσεις και προβληματισμούς σχετικά με το γεγονός αυτό. Γινόταν λόγος και κριτική για την πολιτική της «σκληρής» δραχμής που ακολουθούσε η κυβέρνηση. Πολλοί οικονομολόγοι και αναλυτές, υποστήριξαν ότι η πολιτική της «σκληρής» δραχμής έπρεπε να είχε εγκαταλειφθεί τουλάχιστον προ τετραμήνου. Υποστήριξαν επίσης, ότι η στήριξη αυτής της πολιτικής στοίχισε στην ελληνική οικονομία και αδυνάτισε τη δανειοληπτική ικανότητα της.

Συνεπώς, η εμπειρία αυτή της χώρας μας, καταδεικνύει τη σημασία που έχει η εφαρμογή κατάλληλου μείγματος διαρθρωτικής, οικονομικής και νομισματικής πολιτικής. Βέβαια, το μείγμα αυτό θα χαρακτηρίζεται από αμοιβαία συμβατότητα ως προς την επίτευξη των τελικών στόχων και θα συμβάλλει στη βελτίωση της προσαρμοστικότητας των αγορών και της παραγωγικής βάσης σε



νομισματικούς περιορισμούς και εξωγενείς διαταράξεις. Το συμπέρασμα αυτό δεν αφορά μόνο το παρελθόν αλλά και το μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Ωστόσο, η πιο πρόσφατη αναταραχή στην αγορά της Ελλάδας σημειώθηκε μόλις λίγους μήνες πριν και προήλθε από τον πόλεμο στο Ιράκ. Σοβαρότατες ήταν οι συνέπειες στις επενδύσεις, στις εξαγωγές και στον τουρισμό<sup>13</sup>. Η ελληνική οικονομία όπως και οι υπόλοιπες της ευρωζώνης, πέρασαν αναμφίβολα μεγάλη δοκιμασία. Σύμφωνα με τους Έλληνες τραπεζίτες, αν η στρατιωτική επέμβαση στο Ιράκ διαρκούσε πάνω από 6-7 εβδομάδες τότε η παγκόσμια οικονομία θα αντιμετώπιζε πρόβλημα.

Επισημαίνεται ότι οι περισσότεροι κλάδοι της οικονομικής δραστηριότητας, επηρεάστηκαν αρνητικά. Αρχικά, παρατηρήθηκε αύξηση στην τιμή των πετρελαιοειδών τόσο σε διεθνές όσο και σε εγχώριο επίπεδο. Στα «θύματα» του πολέμου, επίσης έπεται η βιομηχανία, όπου το κόστος παραγωγής ανεβαίνει λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Από τη δίνη του πολέμου δεν ξεφεύγουν ούτε οι εξαγωγές μας, που ήδη γνωρίζουν σημαντικότερη κάμψη. Στελέχη του Συνδέσμου Εξαγωγέων τονίζουν ότι οι εξελίξεις είναι δυσμενείς σε όλες τις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

Επιπλέον άλλες δυο εξελίξεις κρατούν σε δυσμενή θέση τις εξαγωγές μας. Είναι η διεθνής οικονομική ύφεση και η ανατίμηση του ευρώ. Η ανατίμηση αυτή του ευρώ έχει επιπτώσεις και στα χρηματιστήρια. Η μείωση της αξίας του δολαρίου κάνει τις ευρωπαϊκές μετοχές ακριβότερες για τους Αμερικανούς. Αυτός είναι ένας από τους λόγους που πιέζονται τα χρηματιστήρια, ενώ αυτό ισχύει και για τη Σοφοκλέους.

Διαπιστώνεται λοιπόν, ότι οι επιπτώσεις από την στρατιωτική επέμβαση στο Ιράκ, είναι σοβαρότατες για την Ελληνική αγορά και χρηματαγορά.

---

13.Περιοδικό "Έθνος Οικονομία" της εφημερίδας Έθνος.

Ωστόσο, η κυβέρνηση υποστηρίζει ότι είχαν ληφθεί μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης πριν ακόμη ξεκινήσει ο πόλεμος στο Ιράκ.

### **• ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΙΙΙ**

#### **Εμπειρικές Μελέτες για τις Νομισματικές Κρίσεις**

Τα φαινόμενα των κερδοσκοπικών επιθέσεων και των νομισματικών κρίσεων αποτέλεσαν αντικείμενο εκτεταμένης εμπειρικής έρευνας. Σχετικά με τις Νομισματικές Κρίσεις που σημειώθηκαν πριν από τη δεκαετία του '90, τα αποτελέσματα από ένα αριθμό εμπειρικών μελετών φαίνεται να επιβεβαιώνουν τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς ( τα οποία αναλύθηκαν στο πρώτο μέρος ). Σύμφωνα με αυτά, τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη αποτελούν κρίσιμες μεταβλητές για την πρόβλεψη των κρίσεων.

Το πρόβλημα των νομισματικών κρίσεων επιχείρησαν να εξετάσουν πριν από την δεκαετία του '90, μεταξύ άλλων, οι Blanco and Garber<sup>14</sup> (1986). Ασχολήθηκαν με την πρόβλεψη των υποτιμήσεων του μεξικανικού πέσο που έγιναν στην περίοδο 1977-1982 ως αποτέλεσμα κερδοσκοπικών επιθέσεων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνητών αυτών έδειξαν ότι οι υποτιμήσεις που πραγματοποιήθηκαν δεν ήταν τελείως προβλέψιμες, αλλά ούτε και αποτελούσαν μεγάλη έκπληξη. Συμπέραναν επίσης, ότι ο ρυθμός μεταβολής της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης και οι μεταβολές της συνάρτησης της ζήτησης χρήματος ήταν οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των πιθανοτήτων υποτίμησης.

Οι Gumby and Wijnbergen (1989), χρησιμοποίησαν παρόμοιο υπόδειγμα με τους Blanco and Garber. Κατέληξαν λοιπόν στο συμπέρασμα, ότι ο ρυθμός

---

14. Οι Blanco and Garber χρησιμοποίησαν μια παραλλαγή του υποδείγματος Krugman-Flood-Garber

μεταβολής της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης ήταν ο κύριος παράγοντας των επιθέσεων κατά του καθεστώτος της σταθερής άλλα προσαρμοζόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Αργεντινής στις αρχές της δεκαετίας του '80.

Μεταξύ των ερευνητών που ασχολήθηκαν με τις νομισματικές κρίσεις ήταν και οι Klein and Marion (1997). Διερεύνησαν 80 επεισόδια υποτιμήσεων σε χώρες της Λατινικής Αμερικής στην περίοδο 1957-1991, χρησιμοποιώντας στοιχεία από μια ομάδα χωρών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνητών αυτών, έδειξαν ότι η πιθανότητα εγατάληψης ενός συστήματος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας αυξάνεται με την ανατίμηση του νομίσματος και μειώνεται με το μέγεθος των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Έδειξαν επίσης ότι το άνοιγμα της αγοράς, η γεωγραφική συγκέντρωση του εμπορίου, καθώς και οι πολιτικοί παράγοντες επηρεάζουν την πιθανότητα κατάρρευσης ενός συστήματος σταθερής ισοτιμίας.

Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις που εκδηλώθηκαν στη δεκαετία του '90, ιδίως σε χώρες της Ευρώπης, οδήγησαν σε αμφισβήτηση της άποψης ότι οι νομισματικές κρίσεις οφείλονται κυρίως στην αδυναμία της κυβέρνησης να ασκήσει πειθαρχημένη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Ωστόσο, σε πολλές χώρες οι νομισματικές κρίσεις δεν φαίνεται να συνδέονται με επεκτατική οικονομική πολιτική όπως δείχνουν τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς.

Τρεις ακόμη ερευνητές οι Eichengreen, Rose and Wyplosz (1995-1996) (ERW), διερεύνησαν το πρόβλημα των νομισματικών κρίσεων, χρησιμοποιώντας στοιχεία από 20 χώρες του ΟΟΣΑ για την περίοδο 1959-1993. Σύμφωνα μ'αυτούς, μια κρίση είναι δυνατό να εκδηλωθεί ακόμη και αν η συναλλαγματική ισοτιμία παραμείνει αμετάβλητη, αν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μειωθούν σημαντικά ή αν τα εγχώρια επιτόκια αυξηθούν αρκετά.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της προσέγγισης των ERW<sup>15</sup> έδειξαν ότι το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, η επεκτατική νομισματική πολιτική και ένα σχετικά υψηλό ποσοστό ανεργίας είναι οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των υποτιμήσεων. Η πιθανότητα εμφάνισης μιας κρίσης αυξάνεται με την επιταγchuση της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης, η οποία οδηγεί σε αύξηση του πληθωρισμού και σε μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Συχνά, η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης συνδέεται με την αύξηση της ανεργίας, καθώς οι οικονομικές αρχές αντιδρούν στην επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών. Οι ERW κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι νομισματικές κρίσεις τείνουν να εκδηλώνονται σε χώρες όπου η ανεργία είναι υψηλή και οι επικρατούσες πολιτικές συνθήκες μη ευνοϊκές.

Το 1996 οι Sachs, Tornell and Velasco (STV) εξέτασαν τις νομισματικές κρίσεις σε 20 αναπτυσσόμενες χώρες στην περίοδο 1994-1995, εφαρμόζοντας μέθοδο παρόμοια με εκείνη των ERW. Οι STV χρησιμοποίησαν ένα δείκτη πίεσης που εκφράζεται ως συνάρτηση των κάποιων μεταβλητών, όπως είναι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, ο ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα και η ποσότητα χρήματος προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Βρήκαν ότι και οι τρεις αυτές μεταβλητές επηρεάζουν τον δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης.

Τέλος, οι Kaminsky, Lizando and Reeeinhart (KLR) χρησιμοποίησαν ένα δείκτη πίεσης ο οποίος ορίζεται ως σταθμικός όρος των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των αρνητικών μεταβολών των

---

15. Οι ERW χρησιμοποίησαν ως μέτρο κερδοσκοπικής πίεσης μια παραλλαγή της μεταβλητής «πίεση στην αγορά συναλλάγματος» των Girton and Roper. Η μεταβλητή της κερδοσκοπικής πίεσης ορίζεται ως μέσος σταθμικός όρος των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας, των μεταβολών των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των μεταβολών του επιτοκίου.

συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σύμφωνα μ'αυτούς αναμένεται να εκδηλωθεί νομισματική κρίση όταν ο δείκτης κερδοσκοπικής πίεσης υπερβεί την μέση τιμή του περισσότερο από την τυπική απόκλιση. Για την πρόβλεψη των νομισματικών κρίσεων οι KLR παρακολουθούν τη συμπεριφορά ενός αριθμού μεταβλητών, περιλαμβανομένων των βασικών οικονομικών μεγεθών.

Για κάθε μεταβλητή καθορίζεται μια ορισμένη τιμή-όριο. Όταν μια μεταβλητή φθάνει την τιμή αυτή, αυτό αποτελεί ένδειξη ότι θα εκδηλωθεί νομισματική κρίση μέσα στους επόμενους 24 μήνες. Αν μια μεταβλητή σπανίως φθάνει την τιμή-όριο, μειώνεται ο αριθμός των λανθασμένων προειδοποιήσεων, άλλα αυξάνεται η πιθανότητα αποτυχίας στην πρόβλεψη μιας κρίσης.

Η εμπειρική ανάλυση των KLR, έδειξε ότι κάποιες μεταβλητές έχουν καλύτερες ενδείξεις για την πρόβλεψη των νομισματικών κρίσεων. Οι μεταβλητές αυτές είναι η απόκλιση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας από την τάση, οι εξαγωγές, η σχέση της ποσότητας χρήματος προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, οι τιμές των μετοχών και το προϊόν.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV**

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Στο πρώτο μέρος είδαμε, ότι η ΕΚ επεδίωξε να καθιερώσει σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μέσω του ΕΝΣ προσπαθώντας έτσι να επιτύχει μεγαλύτερη οικονομική ενοποίηση των κρατών-μελών της. Σημαντικά επίσης συνέβαλε στην επιδίωξη της αυτή, η ανάγκη για πιο αποτελεσματική προστασία των ευρωπαϊκών οικονομικών συμφερόντων στον παγκόσμιο χώρο.



Παρόλο, που τα πρώτα χρόνια λειτουργίας του ΕΝΣ, οι ελπίδες για μια επιτυχή περιοχή σταθερών ισοτιμιών στην Ευρώπη ήταν ελάχιστες, μέσω της πολιτικής συνεργασίας και ευθυγράμμισης των ισοτιμιών, οι σταθερές ισοτιμίες του ΕΝΣ όχι μόνο επέζησαν αλλά και αναπτύχθηκαν σημαντικά.

Είναι σαφές, ότι η προσαρμογή του ισοζυγίου πληρωμών και η νομισματική σταθερότητα αποτελεί κρίσιμο ζήτημα και έχει μεγάλη σημασία για την άρτια λειτουργία της οικονομίας στον Ευρωπαϊκό χώρο καθώς και στις άλλες χώρες. Ιδιαίτερα σήμερα, όπου η παγκοσμιοποίηση<sup>16</sup> και η αυξημένη κινητικότητα κεφαλαίων, δυσχεραίνουν σημαντικά τον εθνικό έλεγχο της ρευστότητας και καθιστούν σημαντικό τον ρόλο των επιτοκίων.

Με την κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας, παρατηρούνται ολοένα και περισσότερες νομισματικές κρίσεις ή υποτιμήσεις των νομισμάτων. Βέβαια, οι κυβερνήσεις κάθε χώρας απόφευγαν συστηματικά να μιλούν για υποτίμηση του νομίσματος τους. Μέχρι πριν την αντικατάσταση του ΕΝΣ από το Ευρώ, οι περισσότερες μιλούσαν για προσαρμογή του νομίσματος προς το ECU, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συμμετοχή τους στο ΜΣΙ και να εξασφαλίσουν ευνοϊκούς όρους για την συμμετοχή τους στο Ενιαίο Ευρωπαϊκό Νόμισμα.

Για πολλές κυβερνήσεις, η συρρίκνωση των αγορών στην προσπάθεια τους να σταθεροποιήσουν τα βασικά οικονομικά μεγέθη, θεωρήθηκε μοναδική λύση. Στόχος τους στο πεδίο αυτό ήταν και η συρρίκνωση της συνολικής ρευστότητας της οικονομίας.

Στο όνομα της σταθερότητας επίσης, περιορίστηκε ο αυξητικός ρυθμός πιστώσεων και τα επιμέρους νομίσματα υποστηρίχθηκαν με την αύξηση των επιτοκίων. Ωστόσο, οι κερδοσκόποι στις διεθνείς αγορές έχουν πλέον την δυνατότητα να “βουλιάζουν” τα επιμέρους νομίσματα των χωρών,

---

16. Ε. Αλμπάνης : Παγκοσμιοποίηση (Αθήνα, 2000)

εξασφαλίζοντας για λογαριασμό τους πολύ σημαντικά κέρδη και δημιουργώντας σοβαρότατα προβλήματα στην οικονομική πολιτική.

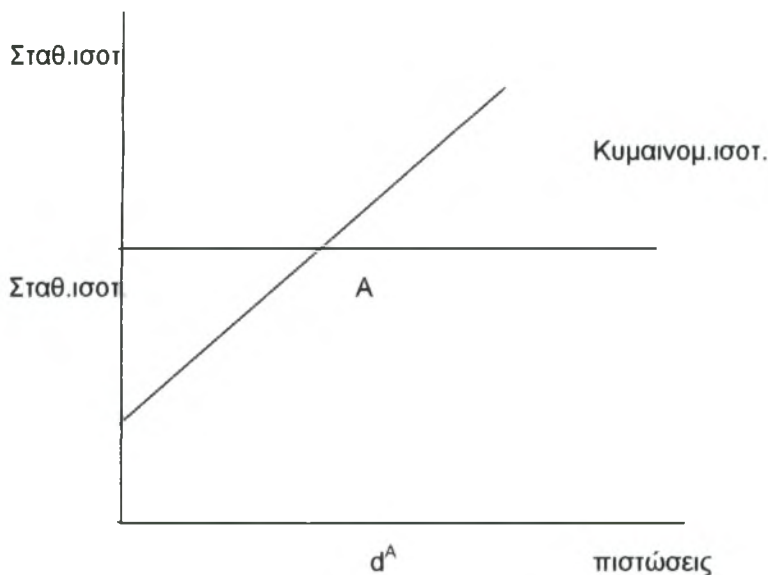
Για την ανάλυση των κερδοσκοπικών επιθέσεων και των νομισματικών κρίσεων αναπτύχθηκαν τα υποδείγματα της πρώτης και δεύτερης γενιάς, τα οποία είδαμε παραπάνω. Μέσω του υποδείγματος της πρώτης γενιάς αναλύθηκαν σοβαρές νομισματικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν στις δεκαετίες του '70 και του '80, στο Μεξικό και την Αργεντινή αντίστοιχα.

Ενώ, τα υποδείγματα της δεύτερης γενιάς χρησιμοποιήθηκαν για την ερμηνεία των νομισματικών κρίσεων που εκδηλώθηκαν στη δεκαετία του '90, της κρίσης του ΕΝΣ, της κρίσης της Νοτιοανατολικής Ασίας και των πιο πρόσφατων κρίσεων στη Ρωσία και τη Βραζιλία.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα της πρώτης γενιάς, το οποίο διευκρινίζεται με την βοήθεια του διαγράμματος 2.3, οι κερδοσκόποι επιτίθενται κατά του εγχώριου νομίσματος αγοράζοντας ξένο συνάλλαγμα από την κεντρική τράπεζα, μόνο όταν το μέγεθος των πιστώσεων ξεπερνά ένα συγκεκριμένο επίπεδο πιστώσεων, έστω  $d^A$ . Στο  $d^A$  η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με την κυμαινόμενη. Στην αντίθετη περίπτωση, δηλαδή αν οι κερδοσκόποι επιτεθούν κατά του εγχώριου νομίσματος την στιγμή που το μέγεθος των πιστώσεων βρίσκεται κάτω από το  $d^A$ , θα υποστούν ζημίες, καθώς το νόμισμα θα ανατιμηθεί αμέσως μετά την επίθεση.

Ωστόσο, οι κερδοσκόποι μπορούν να προβλέψουν την κατάσταση αυτή και θα ανταγωνιστούν μεταξύ τους, ώστε να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες για πιθανά κέρδη. Αποτέλεσμα του κερδοσκοπικού ανταγωνισμού είναι η επίθεση να εκδηλωθεί τελικά στο σημείο όπου το μέγεθος των πιστώσεων θα ισούται με το  $d^A$ .





Διάγραμμα 2.3

Όσον αφορά το υπόδειγμα της δεύτερης γενιάς, η λειτουργία του οποίου διευκρινίστηκε παραπάνω με την βοήθεια του διαγράμματος 2.2, διαφέρει από το υπόδειγμα της δεύτερης γενιάς. Στο διάγραμμα 2.2 έχουμε δυο καμπύλες κυμαινόμενης ισοτιμίας και διακρίνουμε τέσσερις περιπτώσεις ανάλογα με το μέγεθος των εγχωρίων πιστώσεων. Στην περίπτωση που  $d < d^B$ , η μεταβολή της οικονομικής πολιτικής μετά την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης δε δημιουργεί ευκαιρίες για κέρδη.

Μια δεύτερη περίπτωση όπου  $d = d^B$ , στην οποία δεν υπάρχουν κέρδη με την εκδήλωση επίθεσης αλλά ούτε και ζημιές. Επίσης, η περίπτωση όπου  $d^B < d < d^A$  στην οποία είναι δυνατό να έχουμε πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας, αν στην αγορά συναλλάγματος συμμετέχουν πολλοί επενδυτές και υπάρξει κάποιος μηχανισμός για το συντονισμό των ενεργειών τους. Τέλος, έχουμε την περίπτωση όπου  $d > d^A$ , στην οποία η επίθεση κατά της σταθερής ισοτιμίας θεωρείται αναπόφευκτη.

Όσον αφορά το δεύτερο μέρος της εργασίας αυτής, περιλαμβάνει τις νομισματικές αναταράξεις στη Διεθνή και Ελληνική αγορά. Οι πετρελαϊκές κρίσεις που απασχόλησαν τον Διεθνή χώρο ( η πρώτη το 1973 και η δεύτερη

πετρελαϊκή κρίση το 1979 ) είχαν ως αποτέλεσμα την νομισματική κρίση στην παγκόσμια οικονομία. Οι χώρες που επλήγησαν περισσότερο ήταν η Ιταλία και η Ιαπωνία, οι οποίες εξαρτιόταν ενεργειακά μόνο από εισαγωγές πετρελαίου και δεν διέθεταν άλλες πηγές ενέργειας.

Αρκετά χρόνια μετά την τελευταία πετρελαϊκή κρίση και σταθερής τιμής του πετρελαίου που πράγματι βοήθησε τις οικονομίες να αναπτυχθούν, η νομισματική κρίση (του 2000) απασχόλησε ξανά την Διεθνή οικονομία. Το δολάριο ανατιμάται δραστικά ξεπερνώντας το αντίπαλο νόμισμα του το ευρώ, το οποίο δέχεται μεγάλη πτώση.

Η τιμή του πετρελαίου κοντεύει τα 40 δολάρια το βαρέλι. Με την παρέμβαση όμως των διεθνών τραπεζιτών και σημαντικότερα με την επέμβαση του Μ. Κλίντον, συγκρατήθηκε η τιμή του στα επίπεδα των 31 και 32 δολάρια το βαρέλι. Ωστόσο, πολλοί υποστήριζαν ότι η παρέμβαση του Μ. Κλίντον την συγκεκριμένη περίοδο συνδεόταν με τις εκλογές των ΗΠΑ.

Σημειώνεται, ότι από τον Ιούλιο του 1997 οι αλλεπάλληλες νομισματικές κρίσεις απασχολούν την Ανατολική Ασία. Χαρακτηρίστηκε ως «ασιατική γρίπη» και κανένας δεν αμφισβητεί τις επιπτώσεις αυτής στην οικονομία των ΗΠΑ και της ΕΕ. Ιδιαίτερα μεγάλη μείωση παρατηρήθηκε στις πωλήσεις αμερικανικών και ευρωπαϊκών προϊόντων στην αγορά της Α. Ασίας και στην συνέχεια πτώση στην τιμή των πρώτων υλών (ήδη είχε σημειωθεί πτώση της τιμής του πετρελαίου).

Αξιοσημείωτη είναι η επιρροή της κρίσης της Α. Ασίας στη Λατινική Αμερική, με αποτέλεσμα το 1998 να πραγματοποιηθεί μεγάλη διαφυγή κεφαλαίων, ανάσχεση της ανάπτυξης της και μια απώλεια εμπιστοσύνης στις δυνατότητες της. Η κρίση μεταφέρθηκε στην Ιαπωνία με οδυνηρές επιπτώσεις για την χώρα. Παρατηρούνται πτωτικές πιέσεις στο χρηματιστήριο και σημαντική κρίση εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα της χώρας.

Σήμερα, η ανάπτυξη αποκτά και πάλι έντονους ρυθμούς παγκόσμια και το κέντρο βάρους της ανάπτυξης μετατοπίστηκε προς την Ασία, που έχει καταστεί πόλος έλξης του παγκόσμιου κεφαλαίου. Η αγορά, η καταπολέμηση του πληθωρισμού και των ελλειμμάτων καθώς και η ανάγκη σταθεροποίησης της οικονομίας αποτελούν κυρίαρχη παγκόσμια πρακτική. Ωστόσο, οι φόβοι μιας οικονομικής και νομισματικής κατάρρευσης παραμένουν.

Η απόδοση της Ασίας συνεχίζει να εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο η νομισματική κρίση και τα επακόλουθα της αντιμετωπίζονται. Για την περιοχή πολλά θα εξαρτηθούν από την ανάπτυξη της Κίνας και της Ιαπωνίας.

Ωστόσο, από το φαινόμενο της κρίσης δεν «ξέφυγε» ούτε η Ελλάδα, παρόλο που η κυβέρνηση αποφεύγοντας την λέξη «υποτίμηση», μιλά για προσαρμογή της δραχμής ως προς τα εθνικά νομίσματα. Το 1994 εν όψει της πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων εκδηλώθηκε νομισματική κρίση και υποστηρίζεται ότι η εμπειρία της Ελλάδας από την αντιμετώπιση της είναι θετική.

Στις αρχές του 1998 παρατηρείται επίσης υποτίμηση της δραχμής κατά 12,3%. Γίνεται λόγος για πολιτική της «σκληρής» δραχμής και υψηλά διατραπεζικά επιτόκια. Ωστόσο, τόσο η πολιτική της «σκληρής» δραχμής όσο και η πολιτική υποτίμησης ή εκ νέου προσαρμογή σ'ένα σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, είναι μέρος του ίδιου πλαισίου. Είναι προσαρμογές της νομισματικής πολιτικής σε μια γενικότερη πολιτική στήριξης των κερδών του κεφαλαίου σε συνθήκες γενικής κρίσης της οικονομίας.

Τέλος, από τα πρόσφατα γεγονότα στο Ιράκ προκαλούνται αναταράξεις στον Διεθνή και Ελληνικό χώρο. Παρατηρούνται αρνητικές επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και ιδιαίτερα στα χρηματιστήρια.

Όσον αφορά την χώρα μας, και συγκεκριμένα τα νομισματικά της θέματα, μεγάλο πλεονέκτημα είναι η μετάβαση από την δραχμή στο ευρώ. Εκτός από

αρνητικές συνέπειες, το ευρώ αποφέρει και πολλά οφέλη στην ελληνική οικονομία, διότι την οδηγεί στην σταθεροποίηση και στην θωράκιση της από εξωγενείς νομισματικές αναταράξεις καθώς και στην συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων.

Συνοψίζοντας, αξίζει να αναφέρω ότι η διεθνοποίηση του κεφαλαίου προκάλεσε υπερδιόγκωση της διεθνούς κερδοσκοπίας με αποτέλεσμα την ένταση των νομισματικών κρίσεων σε όλο τον κόσμο. Επίσης, το γεγονός ότι σήμερα το χάρτινο νόμισμα υποκαθίσταται σε μεγάλο βαθμό από το λεγόμενο «ηλεκτρονικό χρήμα» τόσο ως μέσο κυκλοφορίας, όσο και ως μέσο πληρωμών, στην λειτουργία του ως χρηματικό κεφάλαιο, συμβάλλει στην ένταση αυτή.

Όσον αφορά τις καταστροφικές κερδοσκοπικές επιθέσεις που δέχονται τα διάφορα εθνικά νομίσματα με σοβαρές επιπτώσεις στην οικονομία των αντίστοιχων χωρών καθώς και στην παγκόσμια οικονομία, μια εναλλακτική πρόταση για την αντιμετώπιση τους είναι η θέσπιση του φόρου Tobin. Ο φόρος αυτός, αφορά συγκεκριμένα τις κινήσεις των κεφαλαίων στην αγορά συναλλάγματος με βασικό στόχο τον περιορισμό της κερδοσκοπίας και την αύξηση της αυτονομίας των κυβερνήσεων.

Επισημαίνεται ωστόσο, ότι το διεθνές κλίμα αλλάζει, αρχίζει πια να ωριμάζει η σκέψη για περιορισμούς στην διεθνή διακίνηση κεφαλαίου. Η ιδέα να θεσπιστούν συναλλαγματικοί έλεγχοι και περιορισμοί από τις φτωχότερες χώρες έτσι ώστε να αποφεύγονται παρόμοιες νομισματικές αναταράξεις με αυτές που αναφέρθηκαν παραπάνω, δεν είναι πλέον τόσο αιρετική.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- P. Krugman, M. Obstfeld : Διεθνής Οικονομική, Θεωρία και Πολιτική, τόμος Β (Αθήνα : Εκδόσεις Κριτική, 1995)
- Π. Κορλίρα : Νομισματική Θεωρία, Β' έκδοση ( Αθήνα : Εκδόσεις Μπένου, 2000)
- Ε. Αλμπάνης : Παγκοσμιοποίηση (Αθήνα 2000)

## **INTERNET**

- <http://www.in.gr> «Πίσω από τις Νομισματικές και Χρηματιστηριακές Κρίσεις» της Ε.Μπέλλου
- <http://www.kke.gr> «Αναταράξεις στη Διεθνή και Ελληνική Χρηματαγορά»
- <http://www.google.com> «Συνέντευξη του Πρωθυπουργού Κ. Σημίτη» Απρίλιος 2000
- <http://www.google.com> «Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, Λουκά Παπαδήμου» Αθήνα 3-4 Ιουλίου 2000
- <http://www.in.gr> «Με υψηλότερη ισοτιμία στην ΟΝΕ, ισχυρότερες πιέσεις στην αγορά εργασίας» του Ηλία Ιωακείμογλου

- <http://www.in.gr> «Ευρώ-Δραχμή: Η ανατίμηση της επίθεσης, η υποτίμηση του λαού και της χώρας»
- <http://www.hellasland.gr> «Αποτελεί πρόβλημα ή είναι ελεγχόμενη η Πετρελαϊκή Κρίση;»
- <http://www.in.gr> «Η Διεθνείς Οικονομία σε Σοκ»
- <http://www.in.gr> «Η εκτίμηση της Παγκόσμιας Οικονομίας για το 1998 από τη UNCTAD»
- <http://www.in.gr> «Περιορισμός της Διεθνούς Κερδοσκοπίας» του Χ.Τριανταφύλλου

## **ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ**

- Ημερήσια : Άρθρο «Πιέσεις δέχτηκε το δολάριο, σε κλίμα νευρικότητας» της Β. Σακκάτου, 30 Μαΐου 2003
- Έθνος : Περιοδικό Έθνος Οικονομία «Τα ατού και τα αγκάθια για το 2003» 14 Μαρτίου 2003